Background Information on the Financial State of Canadian Non-financial Corporations

April 1985

Corporate Finance Division
Department of Finance

85-6457/

Background Information on the Financial State of Canadian Non-financial Corporations

April 1985

Corporate Finance Division
Department of Finance

© Minister of Supply and Services Canada 1985

Cat. No. F 2-85/1985

ISBN 0-662-53817-X

Contents

I. Introduction and Overview 1

II. Financial Health of Non-Financial Corporations

A. Introduction and Scope of the Analysis 3

B. Overview of Corporate Performance 4

C. Detailed Discussion of Financial Indicators 7

Sales 7
Operating Margins 10
Earnings (Before Interest and Taxes) on Assets 13
After-Tax Profits 13
Return on Equity 16
Debt-to-Equity Ratios 21
Interest Coverage 24
Real Investment 24

D. Summary 29

III. Capital Structure: An In-Depth Examination

A. Introduction 31

B. Capital Structure Over the Long Term 31

C. Recent Changes in the Composition of Debt and Equity 33

D. Industrial Examination of Debt-to-Equity and Interest Coverage Ratios 36

Resource vs. Non-Resource Industries 36
Forestry 41
Mining 41
Oil and Gas 44

E. Comparison Between Canadian-Controlled and Foreign-Controlled Private Sector Corporations Operating in Canada 46

F. Summary 52

IV. Concluding Comments 53

I. Introduction and Overview

The current state of health of the Canadian corporate sector, and the outlook for its position and role, have been the subject of considerable discussion in the business press, the academic world and among business, labour, and government officials during the two-year period since 1982, when the last recession reached its worst point.

A wide range of general data are available to assist us in examining this issue. These general data can be examined against the background of the individual experiences and views of the business and labour sectors to arrive at a generally accepted understanding of where Canadian industry stands, and where it is heading. These general data have been examined in the Department of Finance and it was felt that it would be helpful to private sector analysts if the results of this research were made available to a broader audience.

The primary thrust of this paper is the examination, on a sector by sector basis, of trends since 1980 for a range of indicators of the financial health of non-financial corporations[1]. This provides a reading on the breadth and extent of the economic recovery, thus far, together with an indication of where future strengths might lie.

Chapter II provides an in-depth analysis of the current health of non-financial corporations in Canada. The current performance of sales, profitability, relative debt load and investment is examined for 47 industries in terms of their position before the 1982 economic downturn and during the lowest point of the 1982 recession. Chapter III goes on to examine the capital structure of Canadian business in some detail. Particular consideration is given to the larger, Canadian-controlled non-financial private sector corporations. Chapter IV provides a concluding comment.

---

[1] Non-financial corporations exclude all financial institutions and investment holding corporations. Also excluded are agricultural, fishing and trapping corporations, subsidiaries or branches of Canadian corporations operating outside Canada, non-taxable co-operatives, non-profit corporations, proprietorships and non-corporate partnerships and all government-owned business enterprises, including crown corporations and their subsidiaries and provincial and local government enterprises.

II. Financial Health of Non-Financial Corporations

A. Introduction and Scope of the Analysis

Since the lowest point of the recession in 1982, non-financial corporations in Canada have experienced a mixed and uneven degree of recovery. This chapter provides a current picture of the non-financial corporate sector and compares it to the pre-recession situation. Eight indicators are examined on an individual industry sector basis:[1][2]

(i) sales
(ii) operating margins
(iii) return on assets
(iv) real after-tax profits
(v) debt-to-equity ratios
(vi) interest coverage
(vii) return on equity
(viii) real investment

The meaning of each of these indicators and their interrelationships are described below.

The level of **sales** of a firm is the basic measure of its activity. It provides a general indication of the degree to which a company's products or services are in demand by the public. Growth in sales generally indicates positive performance, while a decline in sales is a sign of weakness. The state of the economy, both at home and abroad, along with the competitiveness of a company in its particular market area, are the prime determinants of sales.

The **profitability** of a firm in a price-competitive market provides a measure of its efficiency as well as an indication of its ability to survive and grow in the long term through the use of its existing assets and new assets acquired through the reinvestment of its earnings. In addition, profitability, because it is the source of funds for the payment of dividends on a sustained basis, is the main factor underlying the firm's ability to raise new equity from investors.

---

[1] The analysis in this chapter focuses on the 47 sectors as defined by Statistics Canada, in the quarterly publication, *Industrial Corporations*, Cat. 61-003.

[2] Due to data constraints, analysis of items derived from balance sheets can be undertaken only for corporations with more than $10 million in assets. This subgroup of the corporate sector accounts for roughly 75 per cent of total assets of non-financial private sector corporations in Canada.

Four measures of profitability are examined in this chapter: **operating margins**, which measure the balance between sales revenues and costs of production and indicate the profitability of the day-to-day operations of the firm; **earnings on assets**, which measure the ratio of earnings before interest and taxes to assets; real **profits after tax**, which form the primary portion of cash flow from which new real investment can be financed, dividends paid and debt retired; and **return on equity** which is the return to shareholders after all other costs have been accounted for.

The **relative debt load**, as measured by the firm's ratio of **debt to equity**, together with **interest coverage**, (i.e., reported cash flow in relation to interest payments), provide an indication of the firm's ability to withstand the shock of economic recessions, fluctuations in interest rates, or both.

Finally, the growth of real **investment** reflects a company's view of profitable opportunities in both its current and newly planned lines of business in the medium and long term, the balancing of these opportunities against existing capacity, and the availability and cost of the financial and other resources necessary to capitalize on these opportunities.

B. Overview of Corporate Performance

To begin, the aggregate performance of all non-financial private sector corporations is examined. Table 2.1 sets out the levels of several corporate financial indicators at various points since 1977. The first column contains the 1977-80 average of each indicator. This average represents a measure of pre-recession activity against which current performance may be measured. Another more stringent measure of pre-recession performance is the best level reached during the 1977-81 period. However, in some cases it may be unreasonable to expect that performance should soon regain the best levels of pre-recession performance. For example, real investment performance was exceptionally high in 1980 and 1981, by historical standards. The third column of Table 2.1 allows us to measure how far the various indicators have come since their weakest recession levels.

Clearly, an overall recovery to the pre-recession state of corporate health is not yet complete. While real sales, (i.e., sales adjusted to correct for the effects of inflation), operating margins, and the ratio of earnings before interest and taxes to sales[1], have more or less recovered, continuing high interest payments have held before-tax rates of return on sales to only 86 per cent of the pre-recession average.

Furthermore, the net margin (i.e., earnings after current taxes/sales) stood even lower, at 77 per cent of pre-recession levels due to increases in tax payments resulting from higher earnings and the running-down of tax-deductible losses which had accumulated in 1982.

---

[1] The profitability measures in Table 2.1, which are expressed as a ratio of sales rather than as a ratio of assets, provide an indication of their relative magnitudes in the aggregate corporate income statement.

Table 2.1

Performance of Canadian Non-Financial Corporations

	1977-80 Average	Best Pre-Recession Level	Worst Recession Level	1984Q3
		($ billions 1971)		
Real sales	200.5	218.8	186.8	215.4
		(percentage of sales)		
Profitability				
Operating Income	10.2	11.4	8.5	10.1
Earnings Before Interest and Tax	8.8	10.3	7.2	8.7
Earnings Before Tax	6.9	8.3	3.5	5.9
Earnings After Tax	4.3	5.2	1.8	3.3
Cash Flow	7.6	8.5	4.2	6.7
		(ratios)		
Capital structure				
Debt-to-Equity[1][2]	0.59	0.58	0.78	0.68
Interest Coverage	6.05	6.64	2.78	4.22
		($ billion 1971)		
Real investment[1]	9.3	12.9	8.0	8.5

[1] Data available only for firms with more than $10 million in assets.

[2] Debt is defined as all loans, bonds, debentures and mortgages while equity includes common and preferred shares, accumulated retained earnings and deferred taxes. The effect of including preferred shares as debt rather than equity is discussed in Chapter III.

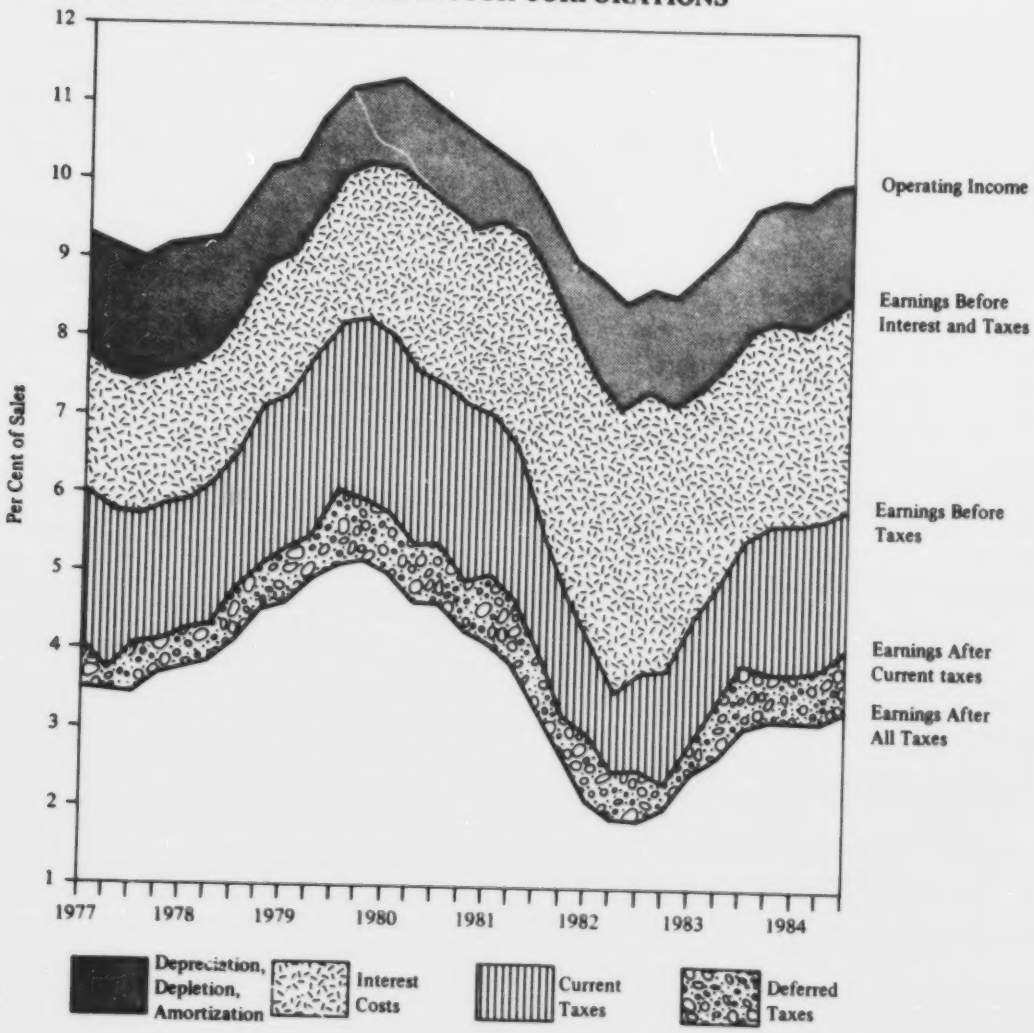
Figure 2.1 demonstrates the impact of increased interest expense by illustrating changes in the various components which comprise the post-1980 divergence between operating margins and after-tax profits. The major reason for this divergence has been **higher interest rates**, an increase in the proportion of **variable rate debt to total debt**, and an overall **increase in debt levels** themselves. These factors are discussed further in Chapter III.

Similarly, the debt loads of the larger non-financial firms[1] were still well above pre-recession levels, on average, in the third quarter of 1984. The **debt-to-equity** ratio of the aggregate of the large non-financial corporations remained about 13 per cent above its pre-recession average level (1977-1980). Thus, while still a

[1] Data on balance sheet items (i.e., assets and liabilities) are only available for firms with $10 million in assets and greater; see Statistics Canada *Industrial Corporations*, Cat. 61-003.

Figure 2.1

COMPOSITION OF OPERATING MARGINS
ALL NON-FINANCIAL PRIVATE SECTOR CORPORATIONS



Note: Seasonally adjusted data

Source: Statistics Canada, *Industrial Corporations,* Cat. 61-003

problem, the overall debt/equity ratio has shown a marked improvement from the recession peak of 1982 when it was 30 per cent above the pre-recession average level. **Interest coverage** was only 70 per cent of its pre-recession level in the third quarter, mainly because the level of debt remained high and a larger portion of this debt was floating-rate, and thus exposed to interest rates which were higher than they were, on average, for the pre-recession period.

Finally, **real investment** by the larger non-financial firms declined more or less steadily from the beginning of 1982 to a level in the second quarter of 1984 which was only 63 per cent of its highest pre-recession peak level recorded in 1981. The first major improvement since 1981 was recorded in the third quarter of 1984 as real investment returned to 66 per cent of the pre-recession peak level. However, the current situation should be viewed against the fact that investment in the years 1980 and 1981 was exceptionally high. When investment in the third quarter is compared to the pre-recession average level (i.e., between 1977-80) it was still relatively weak, but had reached 91 per cent of the pre-recession average.

C. Detailed Discussion of Financial Indicators

In this section, the performance over the past few years of each of the corporate financial indicators is discussed in detail, both on an aggregate basis through time and also with respect to the current situation for each of the 47 industrial sectors.

Sales

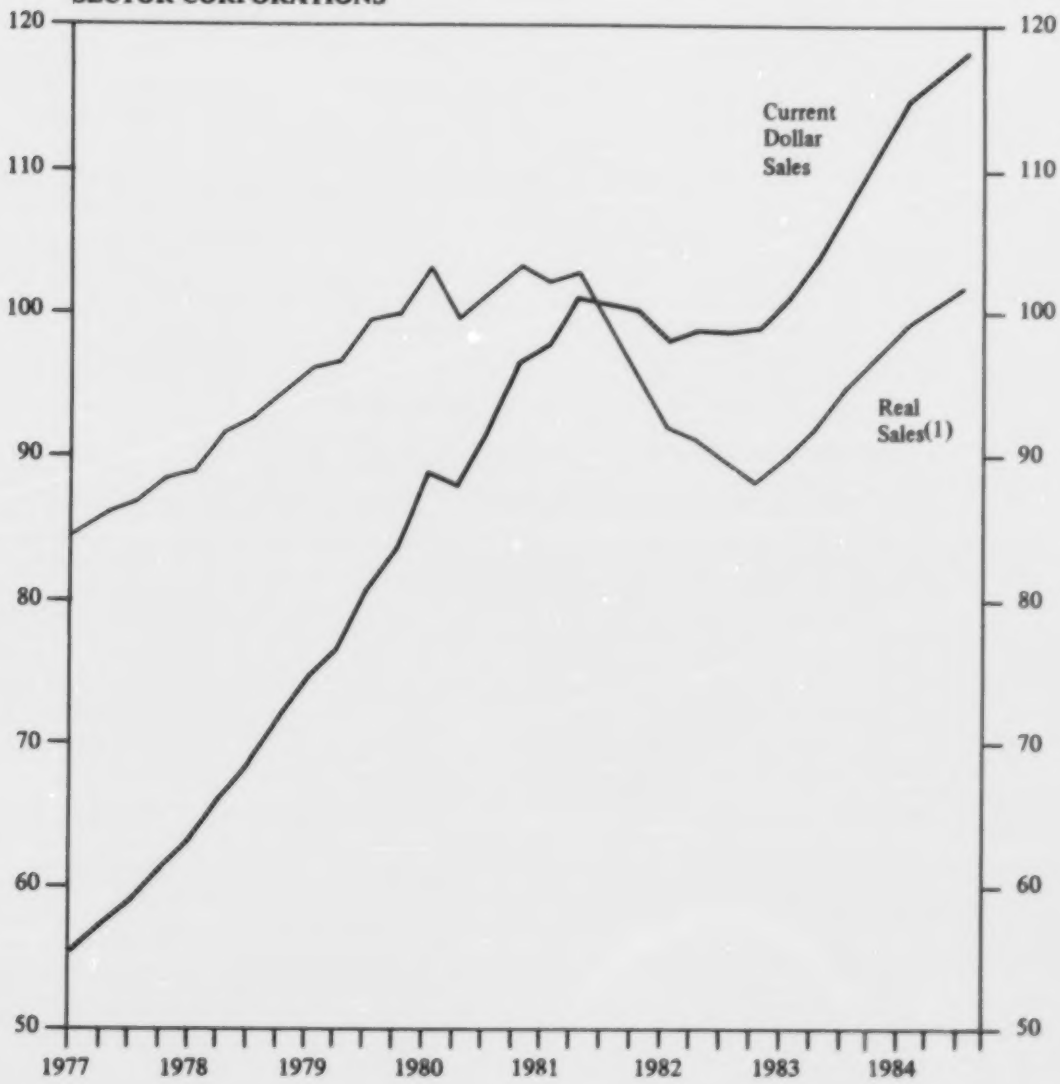
Figure 2.2 shows the movements in the sales of non-financial corporations since 1977, both in current dollars and in real (deflated for inflation) dollars. With respect to nominal sales, it would seem that, by the third quarter, the non-financial sector had more than regained its full vigour, at least in terms of growth rates of product demand. However, inflation is now, and is expected to remain, much lower than it was over the decade preceding the 1982 recession. Comparisons of sales between years before and after the recession are therefore more appropriate if they have been adjusted for the differences in inflation rates. Based on this measure, real sales of non-financial private sector corporations had only just regained their pre-recession peak level by the third quarter.

To allow us to determine where relative strengths and weaknesses exist on an industrial basis for the current aggregate real sales performance described above, Table 2.2 provides a reading of the relative performance of the 47 industrial sectors. These 47 industrial sectors are arranged into eight broad groupings, roughly related to how their products are ultimately used. Each industry is categorized according to whether or not it was above, equal to, or below its pre-recession 1981 level in the third quarter of 1984. By this measure, 37 of the 47 industrial sectors, accounting for 88 per cent of total assets and 84 per cent of total sales[1], exhibited real sales in the third quarter of 1984 which were equal to or

[1] While real sales weightings are for all non-financial corporations, the asset weightings are only available for the larger firms with more than $10 million in assets.

Figure 2.2

SALES
ALL NON-FINANCIAL PRIVATE
SECTOR CORPORATIONS



Index: 1981 = 100

Note: Seasonally adjusted data.

(1) Sales deflated with the weighted implicit deflators for business investment in non-residential construction and machinery and equipment.

Source: Statistics Canada, *Industrial Corporations*, Cat. 61-003

Table 2.2

Real Sales[1] 1984Q3

	Above pre-recession peak levels[2]	Equal to pre-recession peak levels[3]	Below pre-recession peak levels[2]
Number of industries	12	25	10
Percentage of total:			
Assets	38	50	12
Sales	27	57	16
Industries			
Consumer durables related	Transportation equipment; rubber	Retail motor vehicle dealers; electrical products; wholesale motor vehicle and accessories	Furniture
Consumer semi-durables related	Other retail	Printing publishing and allied; retail department stores; leather; other manufacturing; textile and knitting; other wholesale	Clothing
Consumer non-durables related	Soft drink; brewers	Tobacco; distilleries; food; retail food; wholesale food	
Regulated	Communications; electrical power and water utilities; gas distribution	Pipelines	
Services	Transportation; storage	Hotel; other services	Services to business management
Resource-related	Mineral fuels	Wholesale petroleum products; wood; petroleum and coal; paper and allied and forestry; metal mines	Other mining
Industrial goods		Chemical and chemical products; machinery; primary metals	Non-metallic mineral products; metal fabricating; wholesale machinery and equipment
Construction and real estate	Real estate rentals		Construction; real estate developers; wholesale lumber and building

[1] For all non-financial corporations, seasonally adjusted.
[2] By more than 10 per cent; peak year was 1981.
[3] Within 10 per cent; peak year was 1981.

greater than pre-recession peak levels. The recovery in real sales for these industries was not only robust, but was widespread among the eight broad groups. The groups of industries which were predominantly in the "below pre-recession" category are those related to the industrial goods and the construction and real estate industries.[1] This reflects the effects of high real interest rates and relatively weak investment demand so far in this recovery.

Operating Margins

The operating margin[2] provides an indication of the profitability of sales, before interest, depreciation and taxes are deducted. Figure 2.3 shows the progress since 1977 of operating margins for all non-financial private sector corporations and for only the larger corporations.

The operating margin for the aggregate of all non-financial private sector corporations has increased more or less steadily since the lowest point of the last recession and, by the third quarter, stood at its pre-recession average (1977-1980) level. This improvement reflected a sharp decrease in the rate of growth of labour and other costs since the recession. Generally, the improvement in operating margins indicates that Canadian business is more efficient and competitive now than it was before the 1982 recession. This will, however, only become clear if profits continue to rise in line with increased capacity utilization rates and, in the case of resource-based industries, as commodity prices on world markets improve.

The larger corporations suffered a slightly steeper decline in operating margins during the recession than the smaller corporations, but, as with the latter, by the third quarter they were approaching their pre-recession peak levels which were attained in 1981.

Table 2.3 provides an indication of the relative operating margin performance of the 47 industrial sectors for all non-financial private sector corporations. Twenty-eight industrial sectors had attained operating margins which equalled or exceeded pre-recession average levels[3] by the third quarter of 1984. Moreover, the recovery in operating margins is exhibited across most of the eight groups of industries. Nineteen sectors, accounting for 32 per cent of total assets and 15 per cent of total operating income,[4] remained below average pre-recession levels.

---

(1) Statistics Canada cautions that the higher incidence of non-response to their survey of the construction and real estate sectors, and the lack of complete quarterly financial data for these sectors, render the data for these sectors of lower reliability than those for the other sectors. *Industrial Corporations*, Cat. 61-003. See page xxv of 1984Q2 issue for further details.

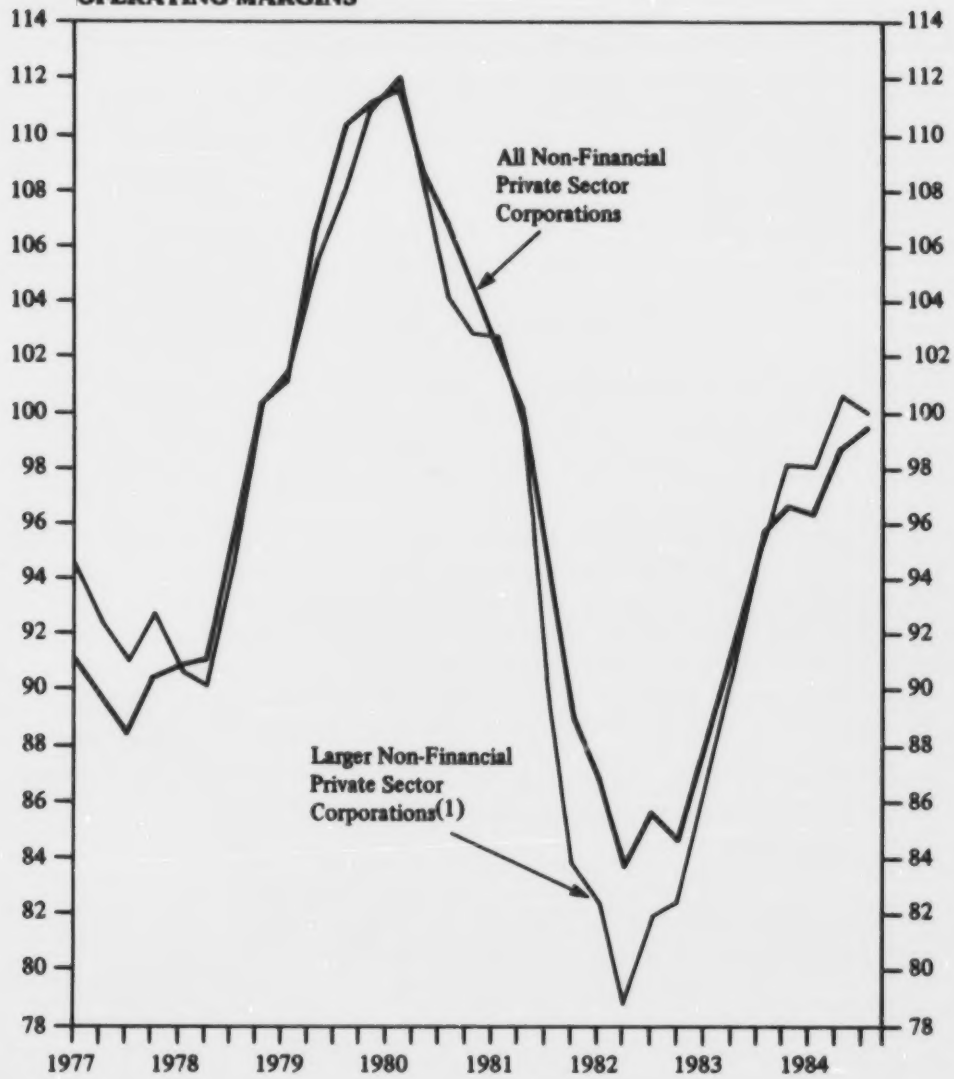
(2) **Operating margin** is defined as: (sales revenue – operating costs excluding depreciation, depletion and interest costs) ÷ sales.

(3) While any choice of a pre-recession benchmark must be arbitrary, the general approach taken here has been to use pre-recession average performance for indicators which generally do not increase or decline on trend over time (such as rates of profitability) and to use pre-recession peaks for indicators which are characterized by long-term trend growth (such as sales).

(4) While operating income weightings are for all non-financial corporations, the asset weightings are only available for the larger firms with more than $10 million in assets.

Figure 2.3

OPERATING MARGINS



Index: 1977-80 = 100

Note: Seasonally adjusted data.

(1)With more than $10 Million in assets

Source: Statistics Canada, *Industrial Corporations,* Cat. 61-003

Table 2.3

Operating Margins[1] 1984Q3

	Above pre-recession average levels[2]	Equal to pre-recession average levels[3]	Below pre-recession average levels[2]
Number of industries	9	19	19
Percentage of total:			
Assets	15	53	32
Operating income	22	63	15
Industries			
Consumer durables related	Transportation equipment; electrical products; furniture; rubber	Wholesale motor vehicles and accessories	Retail motor vehicles dealers
Consumer semi-durables related	Other manufacturing	Other retail; printing, publishing and allied; other wholesale; leather	Clothing; retail department stores; textile and knitting
Consumer non-durables related	Tobacco	Distilleries; retail food; breweries; food; wholesale food	Soft drink
Regulated	Pipelines; electrical power and water utilities	Communications	Gas distribution
Services		Other services	Storage; services to business management; hotel; transportation
Resource-related		Mineral fuels; petroleum and coal products; wholesale petroleum products; paper and allied and forestry	Other mining; metal mines; wood
Industrial goods		Metal fabricating; non-metallic mineral products	Machinery; primary metals; wholesale machinery and equipment; chemical and chemical products
Construction and real estate	Construction	Real estate rentals	Wholesale lumber and building; real estate developers

(1) For all non-financial corporations, seasonally adjusted.

(2) By more than 10 per cent; average level was for 1977-1980.

(3) Within 10 per cent; average level was for 1977-1980.

As with real sales, the industrial goods and construction and real estate industries[1] were predominantly in the "below pre-recession" category. Consumer goods related and regulated sectors, on the other hand, showed the greatest degree of recovery. However, industries related to the production and sale of some consumer semi-durable goods, most notably retail department stores and clothing and textile industries, remained below pre-recession average levels.

Earnings (Before Interest and Taxes) on Assets[2]

Earnings (before interest and taxes) on assets, (EBIT/assets), is a measure of the efficiency of a corporation in using its resources to generate returns. If a large proportion of existing capacity remains unused, EBIT/assets will be low regardless of the magnitude of operating margins. Figure 2.4 shows the movements of EBIT/assets for the larger non-financial private sector corporations since 1977. After steady increases for almost two years, little improvement was recorded in this ratio in 1984, although, by the third quarter, it rested at about the levels observed in the 1977-78 period. It was still, however, about 27 per cent below the pre-recession peak achieved in 1979.

Table 2.4 shows the relative performance of the 47 industrial sectors with respect to their EBIT/assets. Twenty-eight of the 47 sectors, accounting for 50 per cent of total assets and 58 per cent of EBIT[3], had returned to, or surpassed, their pre-recession average level by the third quarter. Most of the industries in the regulated and consumer-related groups had recovered to pre-recession levels. The rest had some way to go, reflecting generally low capacity utilization. Capacity utilization rates in the third quarter were particularly low for mining and forestry in the resources group, and the industrial goods and construction and real estate groups.

After-Tax Profits

After-tax profits represent the pool of funds available for dividends, reinvestment, and repayment of debt. Figure 2.5 shows the movements of real after-tax profits since 1977 for both non-financial private sector corporations as a whole and the subset of large corporations with more than $10 million in assets. There has been little difference between the after-tax profit performance of these two corporate groupings since 1977.

---

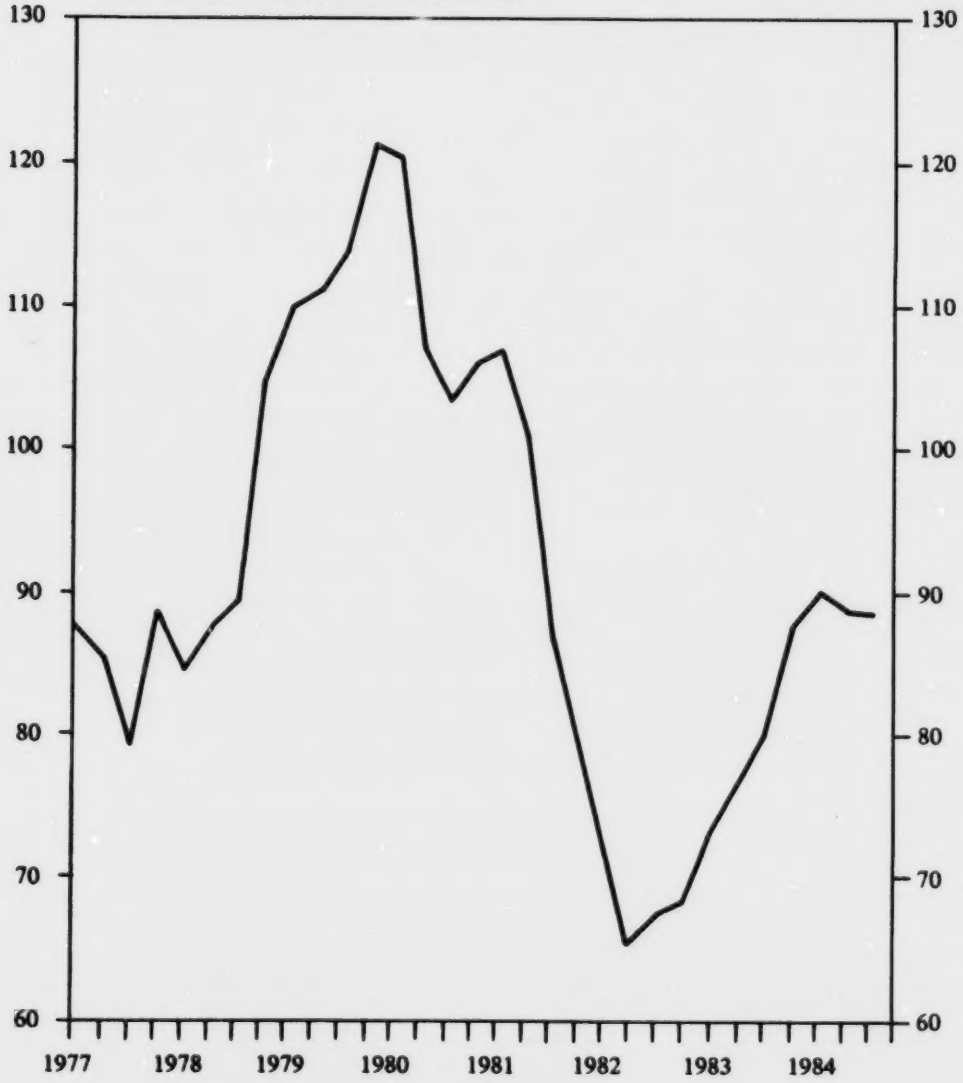
(1) Statistics Canada cautions that the higher incidence of non-response to their survey of the construction and real estate sectors, and the lack of complete quarterly financial data for these sectors, render the data for these sectors of lower reliability than those for the other sectors. *Industrial Corporations*, Cat. 61-003. See page xxv of 1984Q2 issue for further details.

(2) Analysis is restricted to firms of $10 million assets and larger because balance sheet data are not available for smaller firms.

(3) While EBIT weightings are for all non-financial corporations, the asset weightings are only available for the larger firms with more than $10 million in assets.

Figure 2.4

RETURN ON ASSETS(1)
LARGER NON-FINANCIAL
PRIVATE SECTOR CORPORATIONS(2)



Index: 1977-80 = 100

Note: Seasonally adjusted data

(1) Earnings Before Interest and Taxes/Assets

(2) With more than $10 Million in Assets

Source: Statistics Canada, *Industrial Corporations,* Cat. 61-003

Table 2.4

EBIT on Assets[1] 1984Q3

	Above pre-recession average levels[2]	Equal to pre-recession average levels[3]	Below pre-recession average levels[2]
Number of industries	16	12	19
Percentage of total:			
Assets	25	25	50
EBIT	30	28	42
Industries			
Consumer durables related	Rubber; retail motor vehicles; transportation equipment; wholesale motor vehicles; furniture	Electrical products	
Consumer semi-durables related	Clothing; leather	Other manufacturing	Printing, publishing and allied; other retail; retail department stores; textile and knitting mills; other wholesale
Consumer non-durables related	Brewers; soft drink	Food industry; tobacco; distilleries; wholesale food	Retail food
Regulated	Communication; electrical power and water utilities	Pipelines	Gas distribution
Services	Transportation; storage	Other services; hotel	Services to business management
Resource-related	Wholesale petroleum products	Petroleum &coal products	Metal mines; other mining; paper, allied & forestry; wood; mineral fuels
Industrial goods	Non-metallic mineral products	Chemical and chemical products	Machinery; primary metals; wholesale machinery and equipment; metal fabricating
Construction and real estate	Real estate rentals	Construction	Wholesale lumber and building; real estate developers

(1) For non-financial corporations with $10 million plus assets, seasonally adjusted.

(2) By more than 10 per cent; average level was for 1977-1980.

(3) Within 10 per cent; average level was for 1977-1980.

Table 2.5 compares the relative performance of the 47 industrial sectors with respect to real after-tax profit levels. Only 17 of the 47 industrial sectors, accounting for 25 per cent of total assets and 39 per cent of total real profit after tax[1], exhibited levels of real after-tax profit above or equal to pre-recession peak levels. In this case, the regulated group of industries, and those consumer durables related industries related to the production and sale of motor vehicles, have figured prominently. As indicated above, the lack of recovery in real after-tax profits in comparison to the recovery in real sales and operating margins is largely accounted for by heavy interest payments. Most of the industrial goods, resource-related, services and construction and real estate industries[2] fell into the "below pre-recession" group with respect to real after-tax profits in the third quarter of 1984.

Return on Equity

Return on equity is defined here as income (after deducting all costs including interest and taxes) divided by total shareholders' equity.

Figure 2.6 shows the movement in return on equity for the larger non-financial corporations since 1977. The decline in return on equity since the beginning of 1984 reflects the weakness in earnings after tax for the larger corporations evident in Figure 2.5. Again, increased interest costs, due to an increase in debt early in 1984, would seem to be the primary reason for this decline.

Table 2.6 shows the relative performance of book return on equity for the 47 industrial sectors. As of the third quarter of 1984, 21 of the 47 sectors representing 33 per cent of assets and 49 per cent of the after tax earnings registered by the larger corporations, had either equalled or surpassed their pre-recession average levels.

When comparing the industry sectors which had achieved or surpassed their pre-recession return on equity with those which had regained their pre-recession levels of earnings before interest and taxes to assets (EBIT/assets), it is evident that the two groups are similar. In some instances, such as the transportation, brewers, communications, and electrical power and water utilities sectors, the recovery in book return on equity reflected general recoveries in EBIT/assets. For some other sectors, notably pipelines, recovery in EBIT/assets had yet to be reflected in a recovery of return on equity by the third quarter.

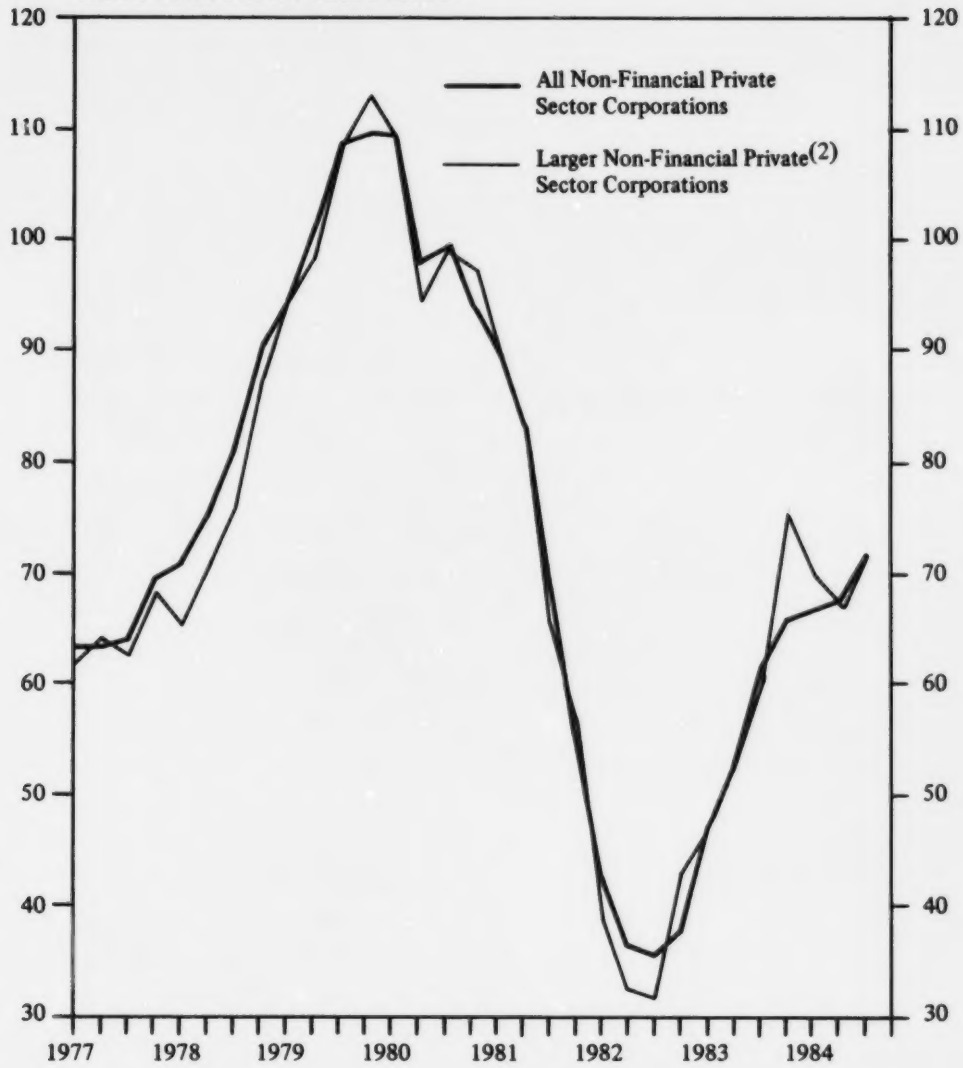
---

[1] While after-tax profits weightings are for all non-financial corporations, the asset weightings are only available for the larger firms with more than $10 million in assets.

[2] Statistics Canada cautions that the higher incidence of non-response to their survey of the construction and real estate sectors, and the lack of complete quarterly financial data for these sectors, render the data for these sectors of lower quality than the quality of the data for the other sectors.

Figure 2.5

REAL PROFITS AFTER TAXES(1)



Index: 1980 = 100

Note: Seasonally adjusted data.

(1) Profits after taxes deflated with the weighted implicit deflators for business investment in non-residential construction and machinery and equipment

(2) With more than $10 million in assets.

Source: Statistics Canada, *Industrial Corporations*, Cat. 61-003

Table 2.5

Real Profit After Tax[1] 1984Q3

	Above pre-recession peak levels[2]	Equal to pre-recession peak levels[3]	Below pre-recession peak levels[2]
Number of industries	10	7	30
Percentage of total:			
Assets	20	5	75
Real profits after tax	32	7	61
Industries			
Consumer durables related	Electrical products; transportation equipment	Wholesale motor vehicles and accessories; retail motor vehicles; rubber	Furniture
Consumer semi-durables related	Other retail		Retail department stores; clothing; other manufacturing; textile and knitting; leather; other wholesale; printing, publishing and allied
Consumer non-durables related	Brewers; soft drink; tobacco	Wholesale food; distilleries	Retail food; food
Regulated	Pipelines; communication; electrical power and water utilities	Gas distribution	
Services			Services to business management; hotel; other service; transportation; storage
Resource-related		Wholesale petroleum products	Paper and allied and forestry; petroleum and coal products; mineral fuels; other mining; metal mines; wood
Industrial goods	Non-metallic mineral products		Chemical and chemical products; machinery; primary metals; metal fabricating; wholesale machinery and equipment
Construction and real estate			Construction; real estate developers; wholesale lumber and building; real estate rentals

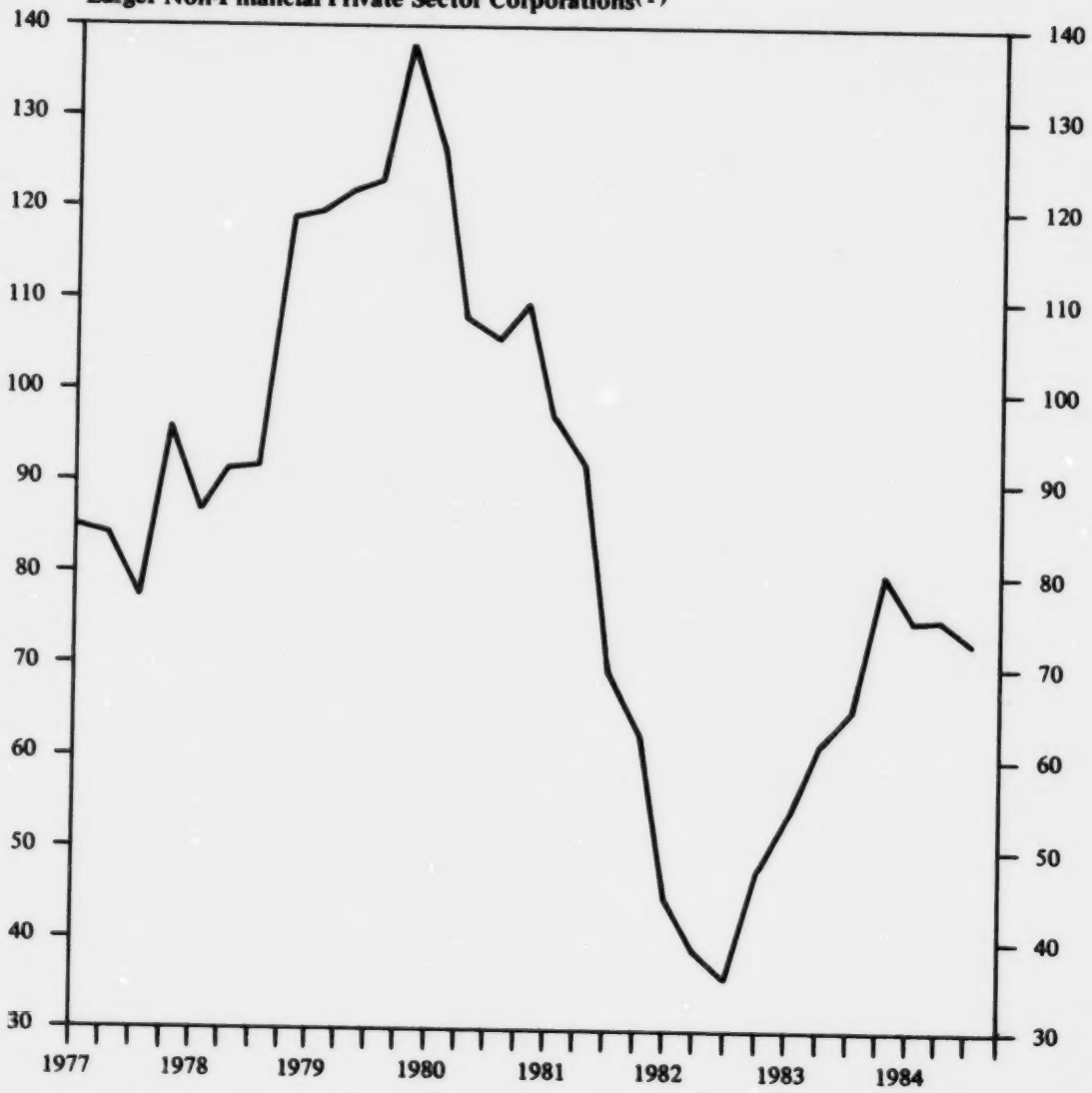
[1] For all non-financial corporations, seasonally adjusted.

[2] By more than 10 per cent; peak year was 1980.

[3] Within 10 per cent; peak year was 1980.

Figure 2.6

RETURN ON EQUITY
(Earnings after Tax/Shareholders Equity)
Larger Non-Financial Private Sector Corporations(1)



Index: 1977-80 = 100

Note: Seasonally adjusted data.

(1)Corporation with more than $10 Million in Assets.

Source: Statistics Canada, *Industrial Corporations*, Cat. 61-003

Table 2.6

Return on Equity[1] 1984Q3

	Above pre-recession average levels[2]	Equal to pre-recession average levels[3]	Below pre-recession average levels[2]
Number of industries	14	7	26
Percentage of total:			
Assets	25	8	67
Profits after tax	39	10	51
Industries			
Consumer durables related	Retail motor vehicle dealers; transportation equipment; wholesale motor vehicles and accessories	Electrical products; rubber	Furniture
Consumer semi-durables related	Clothing	Leather	Other retail; other wholesale; textile and knitting mills; printing, publishing and allied; retail department stores; other manufacturing
Consumer non-durables related	Breweries; soft drink; distilleries	Food; wholesale food	Retail food industries; tobacco
Regulated	Communications; electrical power and water utilities		Pipelines; gas distribution
Services	Storage; transportation	Hotel; other services	Services to business management
Resource-related	Wholesale petroleum products		Metal mines; mineral fuels; other mining; paper and allied and forestry; petroleum and coal products; wood
Industrial goods	Non-metallic mineral products		Chemical and chemical products; machinery; metal fabricating; primary metals; wholesale machinery and equipment
Construction and real estate	Real estate rentals		Wholesale lumber and building; construction; real estate developers

[1] For industrial corporations with $10 million plus assets, seasonally adjusted.

[2] By more than 10 per cent; average level was for 1977-1980.

[3] Within 10 per cent; average level was for 1977-1980.

Debt-to-Equity Ratios[1]

Capital structure will be the focus of extended discussion in Chapter III. The brief treatment below is provided to round out the general analysis of corporate health presented in this chapter.

The debt-to-equity ratio of a firm is an indication of, among other things, its relative vulnerability to fluctuations in interest rates and the economy. Because debt entails an obligation to pay interest and principal no matter what cash flows are being generated by a firm, a rapid decline in sales, or a sharp increase in interest rates can cause particularly severe problems for a business with too high a debt burden. This risk increases greatly when the firm's debt is serviced at floating interest rates.

Figure 2.7 shows the movement of the overall debt-to-equity ratio for large non-financial corporations since 1977. Because it is debatable whether certain types of preferred shares should be regarded as equity, Figure 2.7 also contains a representation of the debt-to-equity ratio with preferred shares counted as debt[2]. After declining between 1977 and the end of 1980, the ratio escalated rapidly over 1981 and through the first part of 1982 to reach a level 30 per cent above its pre-recession average (1977-1980) by the third quarter of 1982. A large proportion of this increase can be attributed to the relatively high use of debt to finance acquisition activity, particularly in the resource sectors. However, by the third quarter of 1984 the debt-to-equity ratio for all larger non-financial corporations had returned to a level which was a little less than 13 per cent above the pre-recession average level. When preferred shares are counted as debt, the progress back to pre-recession levels was more rapid during 1983 but slower in 1984. The debt-to-equity ratio for non-resource sectors had actually returned to pre-recession levels by the third quarter. These points are examined further in Chapter III.

Table 2.7 describes the relative debt-to-equity performance of the 47 industrial sectors as of the third quarter of 1984. Thirty-two of the 47 sectors, accounting for 49 per cent of total assets and 49 per cent of total debt[3], had debt-to-equity levels in the third quarter which had recovered to levels below or equal to pre-recession average levels. Table 2.7 indicates that the level of the aggregate debt-to-equity ratio in excess of pre-recession levels was largely attributable to the resource-related industries. This segment of the business sector accounted for 6 of the group of 15 industries for which debt-to-equity levels were still above pre-recession levels. The resource industries alone account for approximately 35 per cent of the total assets of the larger non-financial firms (i.e., companies with assets greater than $10 million). As mentioned above, the relative capital structure performance of the resource industries will be discussed further in Chapter III.

---

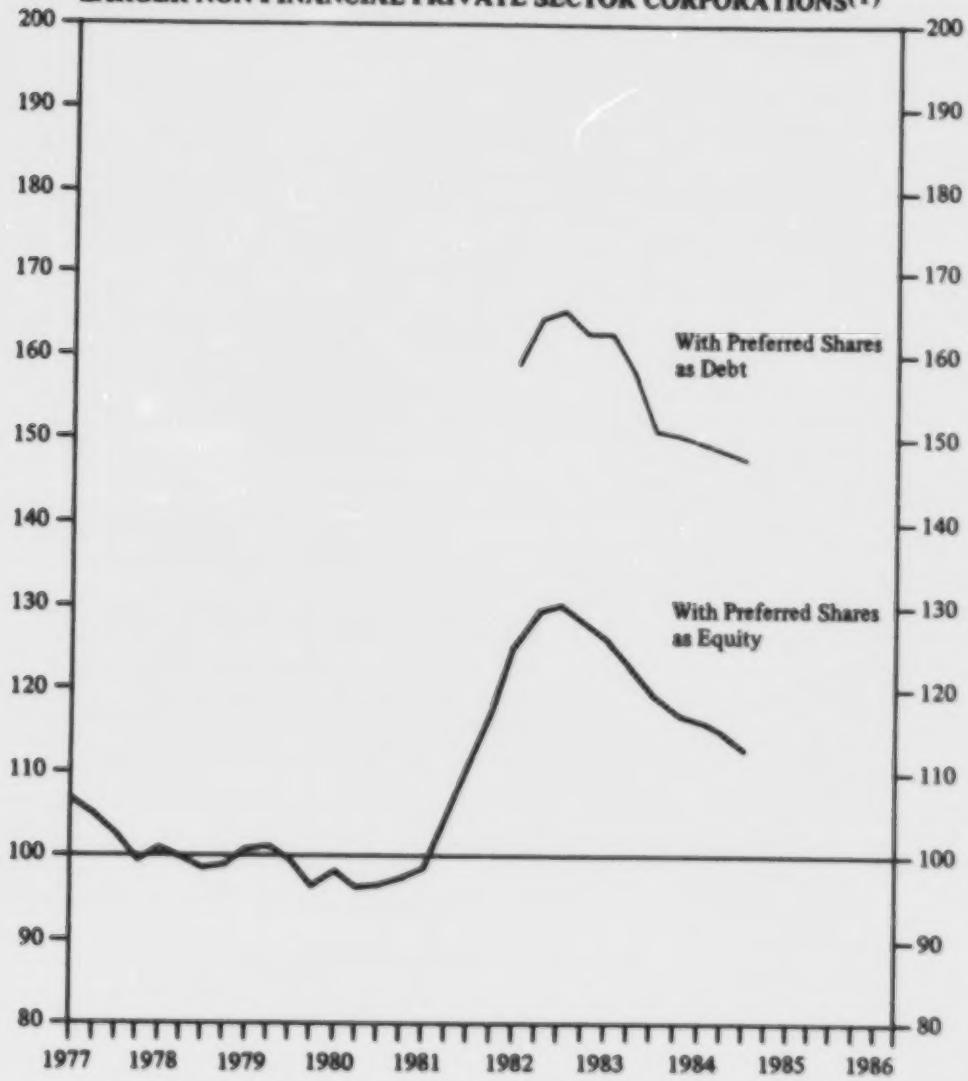
(1) For the debt-to-equity ratio, debt is defined as bank loans + loans from affiliated companies + bonds + debentures + mortgages and agreement of sale + all other loans and notes. Unless otherwise noted equity is defined as common shares + preferred shares + retained earnings + deferred taxes.

(2) Separate data on preferred shares are not available before 1982.

(3) Debt and asset weightings are only available for the larger firms with more than $10 million in assets.

Figure 2.7

DEBT TO EQUITY
LARGER NON-FINANCIAL PRIVATE SECTOR CORPORATIONS(1)



Index: 1977-80 = 100

(1)Firms with more than $10 Million in Assets.

Source: Statistics Canada, *Industrial Corporations*, Cat. 61-003

Table 2.7

Debt-to-Equity[1] 1984Q3

	Below pre-recession average levels[2]	Equal to pre-recession average levels[3]	Above pre-recession average levels[2]
Number of industries	20	12	15
Percentage of total:			
Assets	27	22	51
Debt	52	22	26
Industries			
Consumer durables related	Electrical products; wholesale motor vehicles and accessories; furniture; rubber; transportation equipment	Retail motor vehicles	
Consumer semi-durables related	Leather; textile and knitting; other manufacturing; clothing	Other retail; printing, publishing and allied; other wholesale	Retail department stores
Consumer non-durables related	Tobacco; brewers; wholesale food		Soft drink; distilleries; retail food; food industry
Regulated	Electric power and water	Pipelines; communications; gas distribution	
Services	Services to business management; storage	Hotel; transportation	Other services
Resource-related	Other mining		Wholesale petroleum products; petroleum and coal products; metal mines; paper and allied and forestry; wood; mineral fuels
Industrial goods	Chemical and chemical products	Wholesale machinery; machinery; non-metallic mineral products	Primary metal; metal fabricating
Construction and real estate	Wholesale lumber and building; construction; real estate rentals		Real estate developers

[1] For industrial corporations with $10 million plus assets.

[2] By more than 10 per cent; average level was for 1977-80.

[3] Within 10 per cent; average level was for 1977-80.

Interest Coverage[1]

The interest coverage ratio, which reflects the ability of a firm to carry the interest burden associated with a given level of debt has, to some extent, mirrored movements in the debt-to-equity ratio. However, the relatively poor performance of after-tax earnings has led to a much weaker recovery in interest coverage than has been the case for debt-to-equity. Figure 2.8 shows the movements in interest coverage since 1977 both for all non-financial private sector firms and for the larger corporations. Interest coverage for the larger firms declined further than that for the smaller firms during the recession and had not recovered to nearly the same degree by the third quarter. The downturn in the ratio over the second and third quarters relates to a sharp increase in debt levels earlier in the year, and not to a downturn in cash available to pay interest.

Again, the non-resource industries have been performing better than the resource industries. This is discussed further in Chapter III.

Table 2.8 below describes the relative interest coverage ratios for the 47 industrial sectors. The majority of sectors (i.e., 32 out of 47, accounting for 74 per cent of total assets and 69 per cent of total interest payments[2]) exhibited interest coverage ratios in the third quarter which had not recovered to pre-recession average levels. Regulated industries and industries related to the production and sale of motor vehicles dominated the group of 15 industrial sectors for which interest coverage ratios had reached levels equal to or above pre-recession levels. As was the case for debt-to-equity ratios, the resource and industrial goods industries had not regained their pre-recession levels of interest coverage.

Real Investment

Figure 2.9 shows real business investment since 1977 for the larger non-financial firms.

On average over the 1977/1980 period, the larger non-financial corporations (with more than $10 million assets) accounted for over 50 per cent of all real business investment[3]. Financial corporations, government corporations, small corporations, and unincorporated businesses largely accounted for the rest. Real business investment for the larger non-financial private sector corporations

---

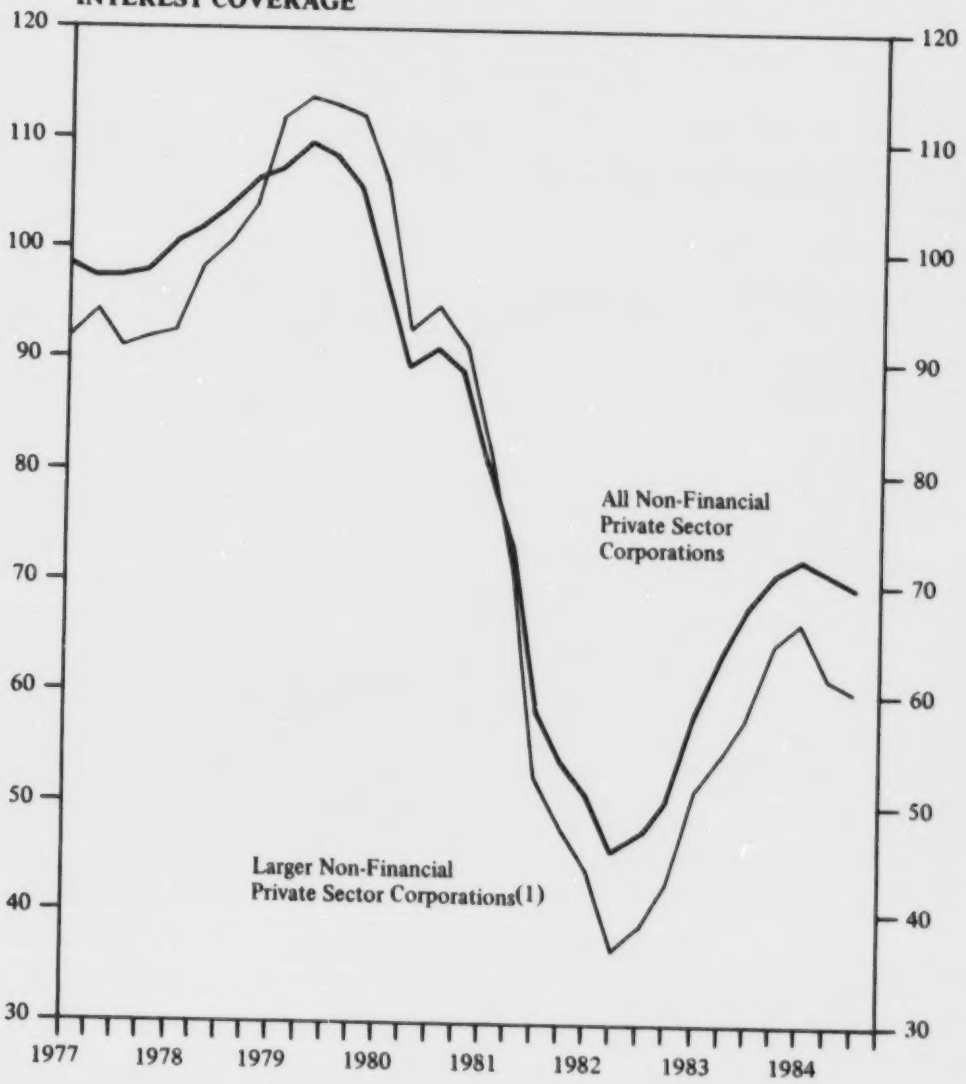
(1) Interest coverage is defined as cash flow available for payment of interest divided by interest payments. Cash flow available for payment of interest includes net income before provision for income taxes + depreciation, depletion and amortization + interest payments.

(2) While the interest payment weightings are for all non-financial corporations, the asset weightings are only available for the larger firms with more than $10 million in assets.

(3) The definition for business investment contained in *Industrial Corporations*, Cat. 61-003, from which figure 2.9 is derived, differs from total national business investment as reported in the *National Income and Expenditure Accounts* in that the former includes the purchase of land as well as new and used assets, while the latter includes only the purchase of new assets.

Figure 2.8

INTEREST COVERAGE



Index: 1977-80 = 100

Note: Seasonally adjusted data.

(1) With more than $10 Million in Assets.

Source: Statistics Canada, *Industrial Corporations*, Cat. 61-003

Table 2.8

Interest Coverage[1] 1984Q3

	Above pre-recession average levels[2]	Equal to pre-recession average levels[3]	Below pre-recession average levels [2]
Number of industries	7	8	32
Percentage of total:			
Assets	9	17	74
Interest	4	27	69
Industries			
Consumer durables related	Electrical products; transportation equipment; wholesale motor vehicles and accessories; retail motor vehicle		Furniture; rubber
Consumer semi-durables related		Clothing	Retail department stores; other retail; leather; textile and knitting; other wholesale; other manufacturing; printing, publishing and allied
Consumer non-durables related	Tobacco; brewers	Wholesale food	Food; retail food; distilleries; soft drink
Regulated		Communication; electric power and water; gas distribution	Pipelines
Services	Storage	Hotel; other services	Services to business management; transportation
Resource-related			Wholesale petroleum products; petroleum and coal products; metal mines; other mining; paper and allied and forestry; wood; mineral fuels
Industrial goods			Non-metallic mineral products; chemicals and chemical products; machinery; wholesale machinery; metal fabricating; primary metal
Construction and real estate		Real estate rentals	Construction; real estate developers; wholesale lumber and building

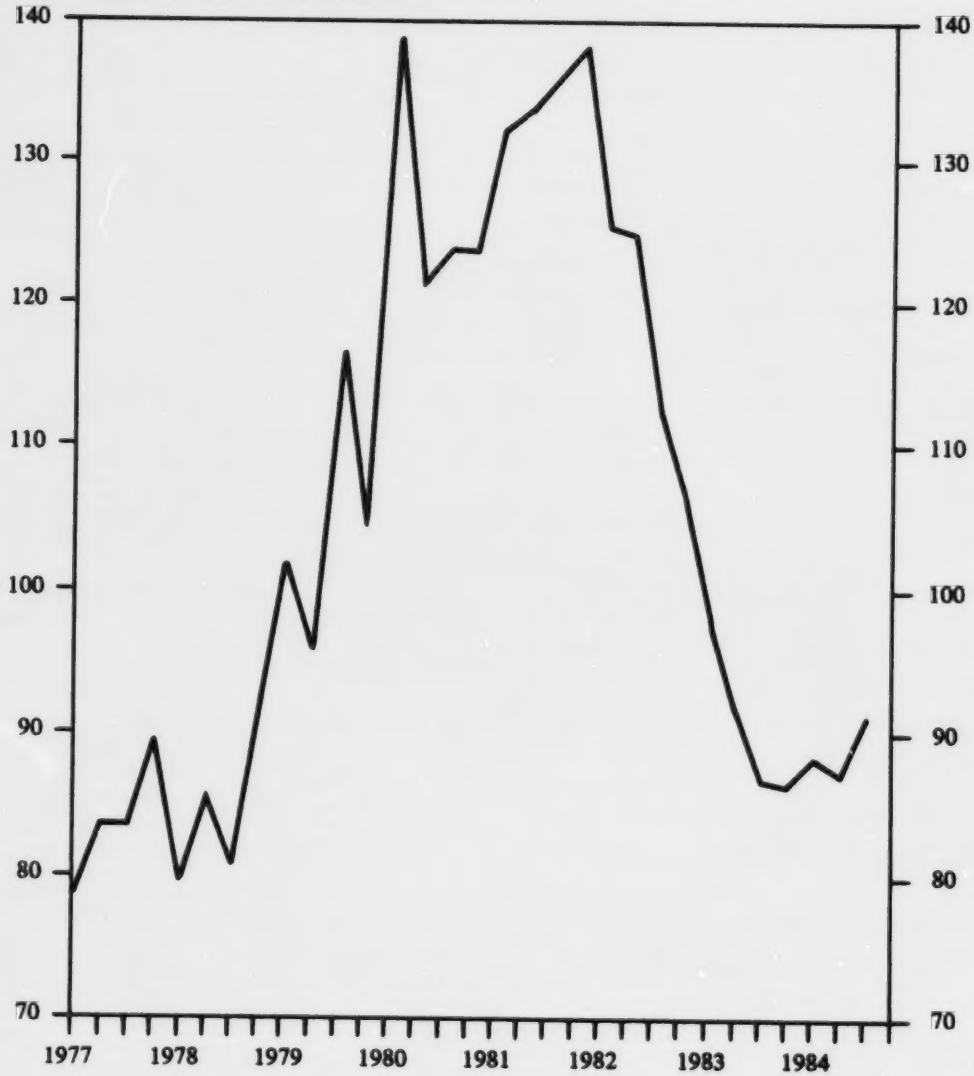
[1] For all non-financial corporations, seasonally adjusted.

[2] By more than 10 per cent; average level was from 1977-80.

[3] Within 10 per cent; average level was from 1977-80.

Figure 2.9

**REAL BUSINESS INVESTMENT(1)
LARGER NON-FINANCIAL PRIVATE
SECTOR CORPORATIONS(2)**



Index: 1977-80 = 100

Note: Seasonally adjusted data.

(1)Investment deflated with the weighted implicit deflators for business investment in non-residential construction and machinery and equipment.

(2)Firms with more than $10 Million in Assets.

Source: Statistics Canada, *Industrial Corporations*, Cat. 61-003

Table 2.9

Real Business Investment[1] 1984Q3

	Above pre-recession average levels[2]	Equal to pre-recession average levels [3]	Below pre-recession average levels[2]
Number of industries	9	14	24
Percentage of total:			
Assets	9	44	47
Investment	9	48	43
Industries			
Consumer durables related	Electrical products	Wholesale motor vehicles and accessories	Transportation equipment; retail motor vehicles; rubber; furniture
Consumer semi-durables related	Other retail; leather; printing, publishing and allied; other manufacturing	Retail department stores; clothing; other wholesale	Textile and knitting
Consumer non-durables related	Tobacco; brewers; retail food	Wholesale food	Food; distilleries; soft drink
Regulated		Electrical power and water utilities; gas distribution	Communication; pipelines
Services	Other services	Services to business management; hotels; transportation	Storage
Resource-related		Metal mines; mineral fuels	Petroleum and coal products; wholesale petroleum products; other mining; paper and allied and forestry; wood
Industrial goods		Primary metal	Non-metallic mineral products; chemicals and chemical products; machinery; wholesale machinery; metal fabricating
Construction and real estate		Real estate rentals	Wholesale lumber and building; construction; real estate developers

[1] For industrial corporations with $10 million plus assets, seasonally adjusted.

[2] By more than 10 per cent; average level was for 1977-80.

[3] Within 10 per cent; average level was for 1977-80.

declined steadily from the peak reached in the third quarter of 1981 so that, by the second quarter of 1984, it was only 63 per cent of the pre-recession peak or 87 per cent of the pre-recession 1977-80 average. Real investment of the larger non-financial private sector firms improved in the third quarter of 1984 to a level of 91 per cent of the 1977-80 average.

Table 2.9 provides an indication of the relative performance of the 47 industrial sectors with respect to real business investment. About half of the 47 industries (i.e., 24 out of 47 accounting for 47 per cent of total assets and 43 per cent of investment[2]) exhibited levels of real business investment in the third quarter of 1984 which were below the pre-recession average (1977-1980) level. The weakness in real investment, while fairly widespread, has been concentrated more in the resource and industrial goods industries.

D. Summary

The observations on financial performance of non-financial corporations on a sector by sector basis are summarized in Table 2.10. An asterisk appears whenever a sector has achieved or surpassed the specified pre-recession levels.

The recovery from the 1982 recession has been spotty. By the third quarter of 1984, consumer-related and regulated industries had achieved a more or less full recovery to pre-recession levels, while resource-related, industrial goods and construction and real estate industries remained significantly below pre-recession levels in most respects. Moreover, the larger firms showed less improvement than the smaller non-financial private sector firms.

In addition, the recovery of real sales and operating margins was not matched by recovery in profitability. The weakness of profitability and the recent increases in debt financing, in turn, were reflected in the limited recovery in interest coverage which remained quite low in spite of the fact that debt-to-equity ratios registered steady improvement, especially for the non-resource industries. Finally, real investment for the larger non-financial firms only just began to turn around by the third quarter of 1984.

This overall picture of the current state of health of the non-financial corporate sector is provided as background to the discussion of capital structure which follows in Chapter III.

---

[2] The investment and asset weightings are only available for the larger firms with more than $10 million in assets.

Table 2.10

Financial Indicators Which Have Regained or Surpassed[1] Pre-Recession Levels as of Third Quarter of 1984

Industry	Indicator							
	Real sales	Operating margin	Return on assets	Real profits	Return on equity	Debt/ equity	Interest coverage	Real investment
Consumer-related durables								
Electrical products	•	•	•	•	•	•	•	•
Wholesale mtr. veh.	•	•	•	•	•	•	•	•
Transportation equip.	•	•	•	•	•	•	•	
Retail mtr. veh.	•		•	•	•	•	•	
Rubber	•	•	•	•	•	•		
Furniture		•	•			•		
Consumer-related non-durables								
Brewers	•	•	•	•	•	•	•	•
Wholesale food	•	•	•	•	•	•	•	•
Tobacco	•	•	•	•		•	•	•
Soft drinks	•		•	•	•			
Distilleries	•	•	•	•	•			
Food	•	•	•		•			
Retail food	•	•						•
Regulated industries								
Elec. pwr and water	•	•	•	•	•	•	•	•
Communication	•	•	•	•	•	•	•	
Gas distribution	•			•		•	•	•
Pipelines	•	•	•			•		
Services								
Storage	•		•	•	•	•	•	
Hotels	•		•		•	•	•	•
Other services	•	•	•		•		•	•
Transportation	•		•		•	•		•
Serv. to bus. man.						•		•
Consumer-related semi-durables								
Leather	•	•	•		•	•		•
Other manufacturing	•	•	•	•		•		•
Clothing			•		•	•	•	•
Other retail	•	•		•		•		•
Other wholesale	•	•				•		•
Printing, pub., allied	•	•				•		•
Textile and knitting	•					•		
Retail depart. stores	•							•
Resource-related								
Wholesale pet. prod.	•	•	•	•	•			
Pet. and coal prod.	•	•	•					
Mineral fuels	•	•						•
Metal mines	•							•
Paper, allied and forest.	•	•						
Other mining						•		
Wood	•							
Construction and real estate								
Real estate rentals	•	•	•		•	•	•	•
Construction		•	•			•		
Wholesale lumber and bld.						•		
Real estate developers								
Industrial goods								
Non-metallic min. prod.		•	•	•	•	•		
Chemicals, chem. prod.	•		•	•		•		
Machinery	•					•		
Primary metals	•							•
Wholesale machinery						•		
Metal fabricating		•						
TOTAL	37	28	28	20	21	32	15	23

[1] Defined as having reached 90 per cent or better of the pre-recession level in the case of all indicators excepting debt/equity, for which the comparable measure is 110 per cent or less of the pre-recession level.

III. Capital Structure: An In-Depth Examination

A. Introduction

Following upon the foregoing discussion, this chapter presents a more in-depth examination of the capital structure[1] and interest coverage of non-financial private sector corporations in Canada in an attempt to provide some insight into the capability of business to undertake the investment needed to provide economic growth and new jobs in the future.

Discussed in turn below are: the longer-term trend in debt-to-equity ratios in general; the more recent changes in composition of debt and equity; an in-depth examination of debt-to-equity and interest coverage ratios on an industrially disaggregated basis; and a comparison of the financial performance between Canadian-controlled and foreign-controlled corporations operating in Canada.

B. Capital Structure Over the Long Term

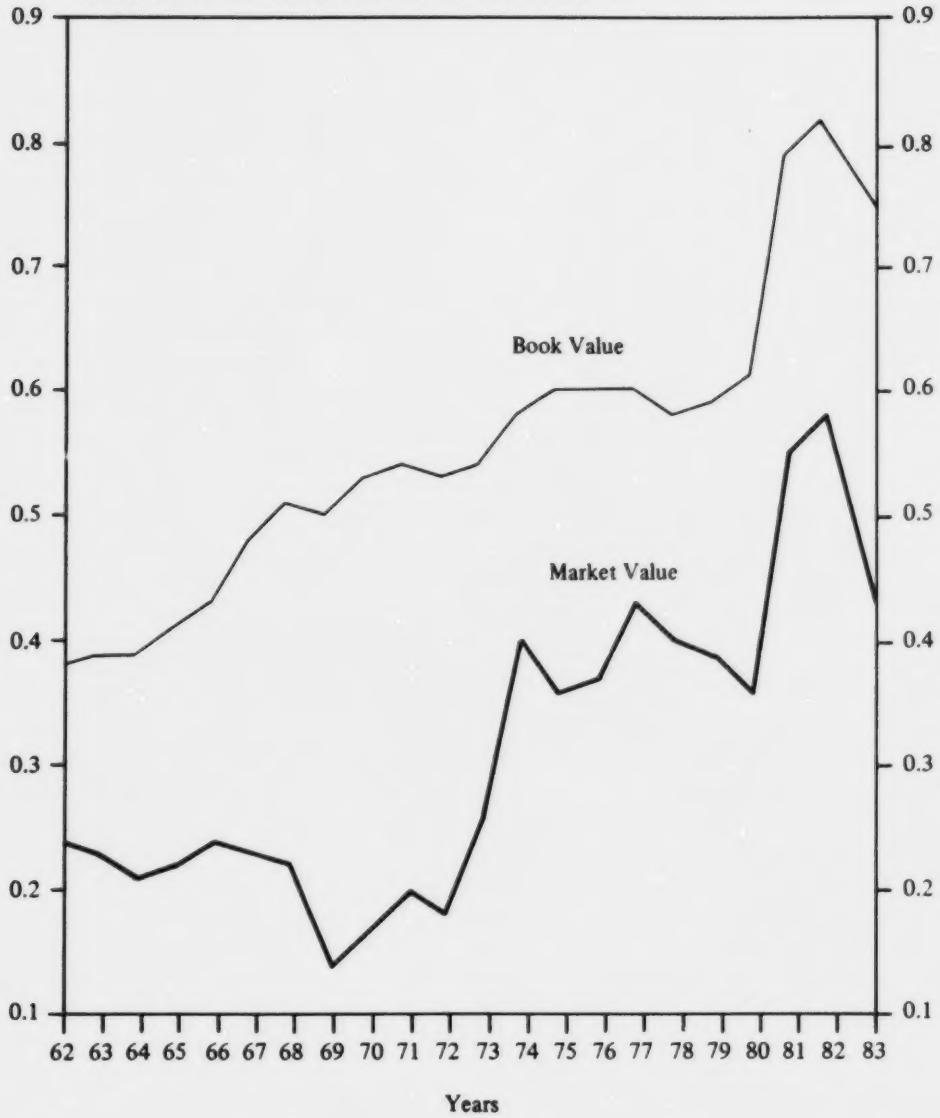
The proportion of debt in the capital structure of publicly traded Canadian non-financial corporations has risen significantly over the past 20 years. This is apparent whether the parameters are computed using book values or market values of debt and equity as shown in Figure 3.1. If the average for 1977 to 1980 is compared to the average for 1962 to 1965, the book value measure of debt-to-equity has increased about 50 per cent, and that for market value about 75 per cent. Further research indicates that this long-term upward drift of debt-to-equity ratios is apparent in almost every industrial sector included in the sample of publicly traded firms – the two exceptions being pipelines and utilities, both of which have exhibited longer-term declines in debt-to-equity. The rapid increase in the ratios after 1980 reflected the very high levels of debt-financed acquisitions in 1981 and the sharp decline of internally-generated equity due to low profits in 1982. While on a book-value basis, the overall debt-to-equity ratio began to decline moderately in 1983, the market value ratio declined sharply because of the significant increases in the prices of most stocks that year, resulting in a large increase in the trading value of the equity base.

---

[1] Unless otherwise noted *capital structure* is defined as the debt-to-equity ratio as described in footnote (1) on page 21.

Figure 3.1

LONG-TERM TREND OF DEBT/EQUITY FOR PUBLICLY-TRADED FIRMS IN CANADA



Source: Financial Post Database

C. Recent Changes in the Composition of Debt and Equity

The capital structure of a firm, as reflected in the debt/equity ratio, is a key determinant of its financial risk. A related factor is, of course, the nature of a firm's debt and equity base. For example, the extent to which a company is exposed to fluctuations in interest rates is determined by the term structure of its debt and, in some cases, the equity instruments which comprise its capital structure. Reliance on variable-rate debt is much higher now than it was in the pre-recession period.

Table 3.1 shows how the composition of debt and equity have changed through the 1982 recession to the present for the larger non-financial private sector corporations. As was shown in the previous chapter, the debt-to-equity ratio for the larger non-financial private sector corporations peaked in the third quarter of 1982 at about 30 per cent above the pre-recession 1977-1980 average and has since declined to slightly less than 13 per cent above the pre-recession average. From Table 3.1, bank loans, both short and long, would seem to account for the bulk of the increased importance of debt between the pre-recession period and the low point of the 1982 recession. Over that same period, the decline in retained earnings accounted for almost all of the decline of equity in the overall capital structure, as other equity components remained relatively steady.

The current recovery in capital structure to 1984Q3, however, has not been a direct reversal of the specific developments which had led to the preceding deterioration. While short-term bank loans now make up a smaller proportion of overall capital than was the case in the pre-recession period, longer-term bank loans have remained high. On the other hand, the greatest improvement on the equity side has come from funds raised through common shares and, to a lesser extent, preferred shares. Retained earnings, on the other hand, have not regained the share of total capital they held in the pre-recession period.

Figure 3.2 shows the increasing importance of bank loans plus other short-term debt[1] as a proportion of total debt since 1977. These variable interest rate instruments increased from 36 per cent of total debt in 1977 to 45 per cent in the third quarter of 1984.

A Related Issue: Classifying Preferred Shares

For the discussion in Chapter II, preferred shares were included as part of shareholders' equity. Over the past three or four years, however, a certain proportion of preferred shares have been issued with a variety of features which tend to give them many of the financial properties of debt (e.g., interest-rate sensitive dividends, fixed-term, retractable, etc.). The total stock of preferred shares as of the end of the third quarter of 1984 amounted to $19 billion, or about 6 per cent of invested capital of the larger non-financial private sector

[1] Does not include long-term debt maturing within one year.

Table 3.1

Composition of Capital Base of Larger Non-Financial Private Sector Corporations

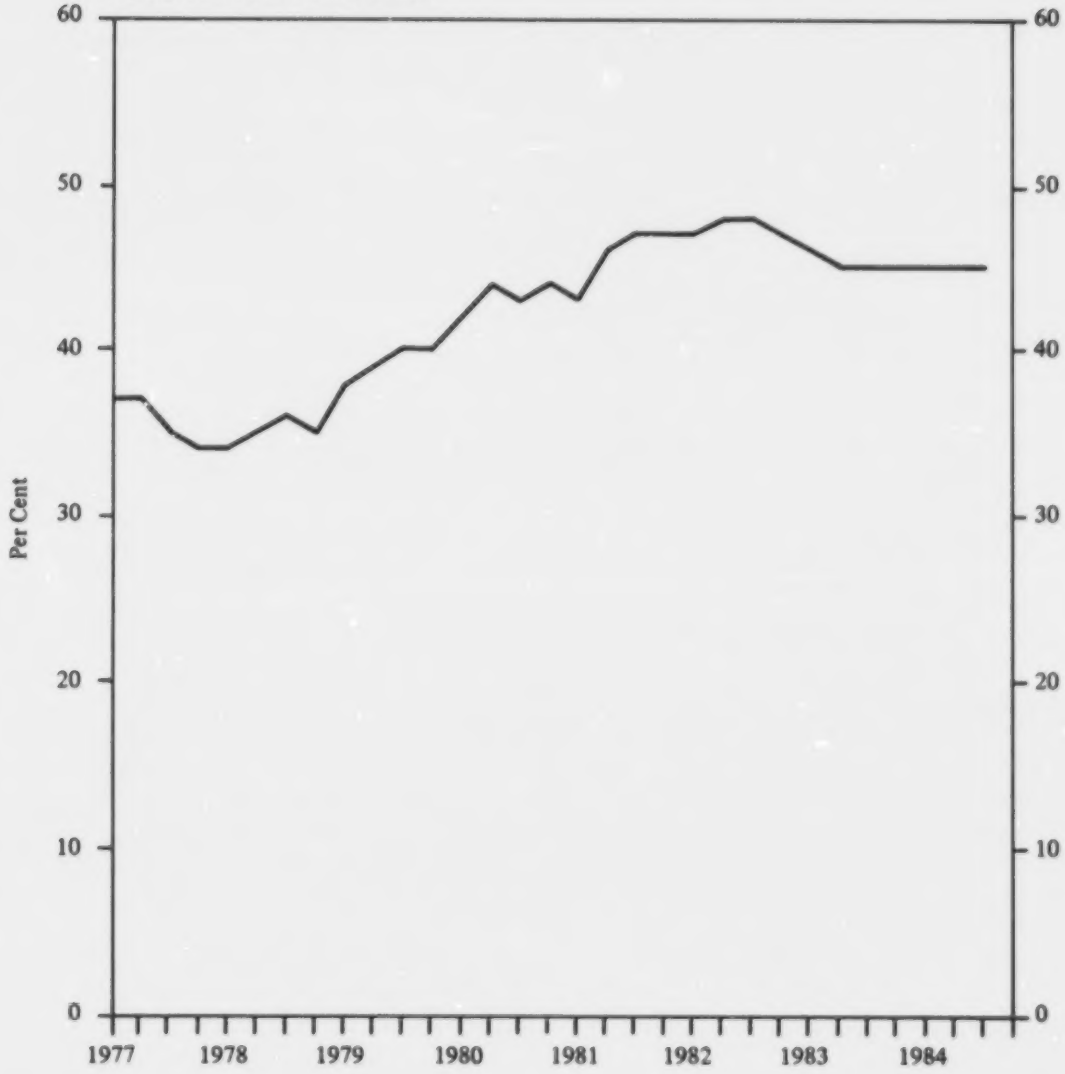
	1977-80 Average	1982Q3	1984Q3
	(per cent)	(per cent)	(per cent)
Bank Loans	5.7	7.0	5.3
Short-Term Affiliated Loans[1]	1.7	1.5	1.6
Other Short-Term Notes	2.3	2.2	2.1
Maturing Long-Term Debt[2]	1.1	1.9	2.3
Subtotal (Short-Term Debt)	(10.8)	(12.6)	(11.3)
Bonds, Debentures, Serial Notes	14.1	11.5	11.4
Mortgages and Agreements of Sale	0.9	0.8	0.8
Long-Term Affiliated Loans[1]	5.6	6.1	5.4
Long Bank Loans	4.6	10.3	9.2
Other Long-Term Debt[3]	2.5	4.4	4.6
Maturing Long-Term Debt[2]	-1.1	-1.9	-2.3
Subtotal (Long-Term Debt)	(26.6)	(31.2)	(29.1)
Share Capital	17.5	17.2	20.1
Retained Earnings	33.6	27.7	28.0
Contributed Surplus	2.9	2.8	2.9
Deferred Income Tax	8.4	8.3	8.5
Other[4]	0.2	0.2	0.1
Subtotal (Equity)	(62.6)	(56.2)	(59.6)
Total Capital	100.0	100.0	100.0

[1] From affiliated companies, directors and shareholders.
[2] Due within one year.
[3] Includes only two thirds of other long-term debt. At the present time Statistics Canada includes income deferred to future periods, other long term liabilities and unrealized gains or losses on foreign currency transactions, along with other interest bearing notes, in this category. The items which are not true debt account for approximately 25 to 40 per cent of the "other long term debt" category.
[4] Excess of appraised value of fixed assets.

Source: Industrial Corporations, Statistics Canada, Cat. 61-003.

Figure 3.2

THE PROPORTION OF VARIABLE-RATE DEBT(1) TO TOTAL DEBT FOR LARGER NON-FINANCIAL PRIVATE SECTOR FIRMS



Source: Statistics Canada, *Industrial Corporations*, Cat. 61-003

(1) Short-term debt plus bank loans; for firms with more than $10 million in assets

corporations. However, the amount of this which is of a term nature is, unfortunately, unknown. As a result, it is not possible to divide the stock of preferred shares between the proportion more closely related to equity and that more closely related to debt.

Because of data limitations, it was possible to go back only to 1982 in constructing the debt-to-equity ratio in Figure 2.7 in Chapter II, with preferred shares both as debt and as equity. However, it is possible to examine the split of net new equity raised by all non-financial corporations (private and public sector) on capital markets between common and preferred shares since 1971. Figure 3.3 shows that preferred equity is currently being added to the capital base of non-financial corporations in equal measure to common external equity and this is not out of line with experience before the recession, excluding the abnormal developments of 1977 and 1978 when the chartered banks purchased large amounts of floating rate term-preferred shares, and excluding 1983 when common equity was raised in record amounts.

D. Industrial Examination of Debt-to-Equity and Interest Coverage Ratios

This section takes a closer look at debt-to-equity and interest coverage by first examining the dichotomy between the resource and non-resource industries and then by examining the separate resource industries in closer detail.

Resource vs. Non-Resource Industries

From 1978 through 1983, the non-financial corporate sector took in $138 billion in external financing. As shown in Table 3.2, the resource sectors[1], and particularly the oil and gas sector[2], accounted for a significant proportion of this financing. It is also noteworthy that some 63 per cent of the external financing of the oil and gas industry was through debt.

The result of this financing activity can be seen in the effect it had on the debt-to-equity ratios for the non-resource and resource sectors as shown in Figure 3.4. The debt-to-equity ratio for the non-resource industries as a group had actually returned to slightly below its average pre-recession level while that for the resource industries remained about 50 per cent above pre-recession average levels by the third quarter of 1984.

Another indication of the importance of the resource sector in external financing is the fact that, of the total debt owed by the larger non-financial private sector

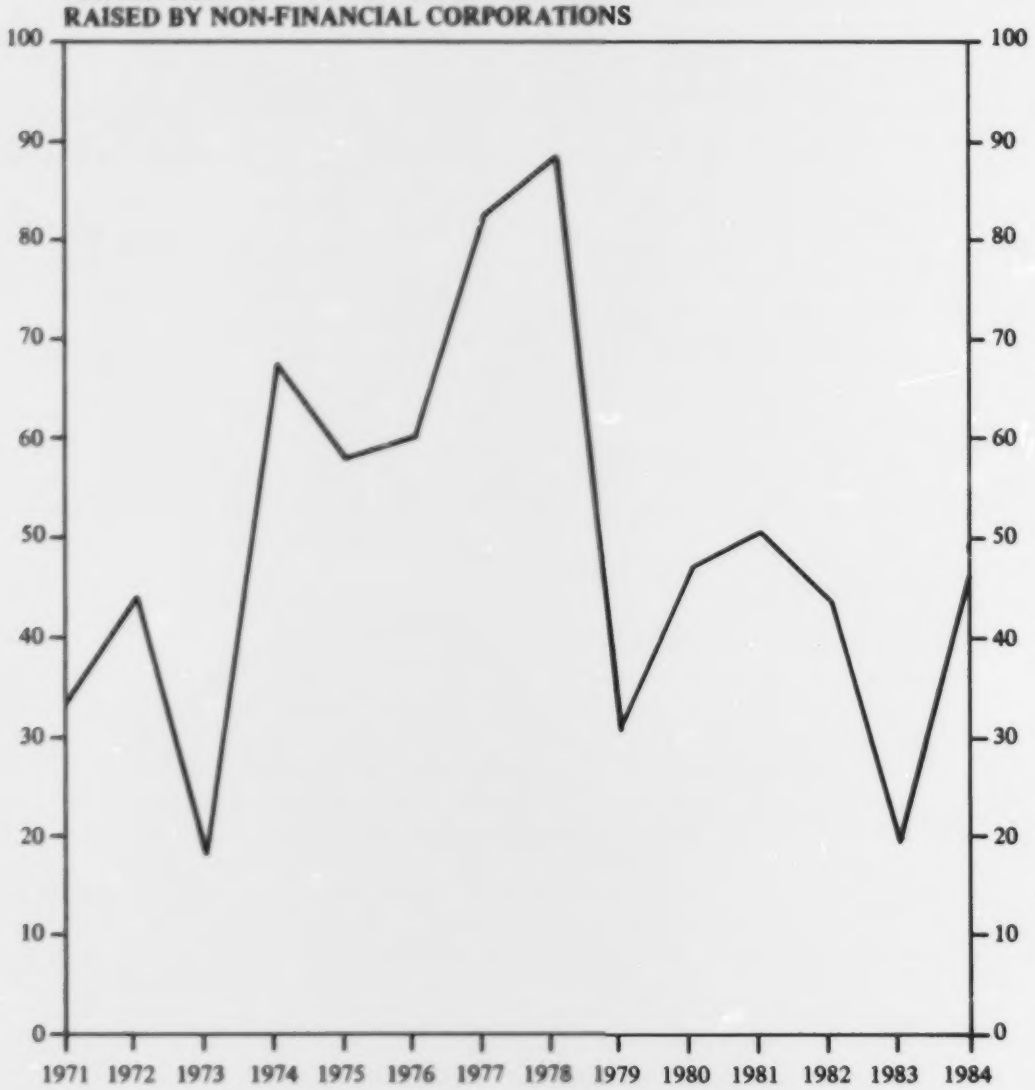
---

[1] The resource sectors include mineral fuels, petroleum and coal products, metal mines, other mining, paper and allied and forestry and wood industries.

[2] Oil and gas sector includes mineral fuels and petroleum and coal products industries.

Figure 3.3

NET NEW PREFERRED SHARES AS A PERCENTAGE OF NET NEW SHARE CAPITAL RAISED BY NON-FINANCIAL CORPORATIONS



Source: Bank of Canada Estimate

Table 3.2

External Financing Oil & Gas/Resource Sectors (Large Non-Financial Corporations)

	1978-81	1981	1982	1983
Total industrial corporations				
Total external ($B)	107	40	20	11
of which:				
Total debt ($B)	59	28	13	-1
Total debt/total external (%)	(55.1)	(70.0)	(65.0)	(-9.1)
Total resource industries				
Total external ($B)	42	19	14	5
of which:				
Total debt ($B)	24	15	10	1
Total debt/total external (%)	(57.1)	(78.9)	(71.4)	(20.0)
Total oil and gas				
Total external ($B)	29	13	10	2
of which:				
Total debt ($B)	17	10	7	0
Total debt/total external (%)	(58.6)	(76.9)	(70.0)	(-)

corporations, resource-related industries accounted for 31 per cent on average over the 1977-80 period. However, by the fourth quarter of 1981, this proportion had risen to 37 per cent and then to 43 per cent for 1982 on average, where it remained, more or less, by the third quarter.

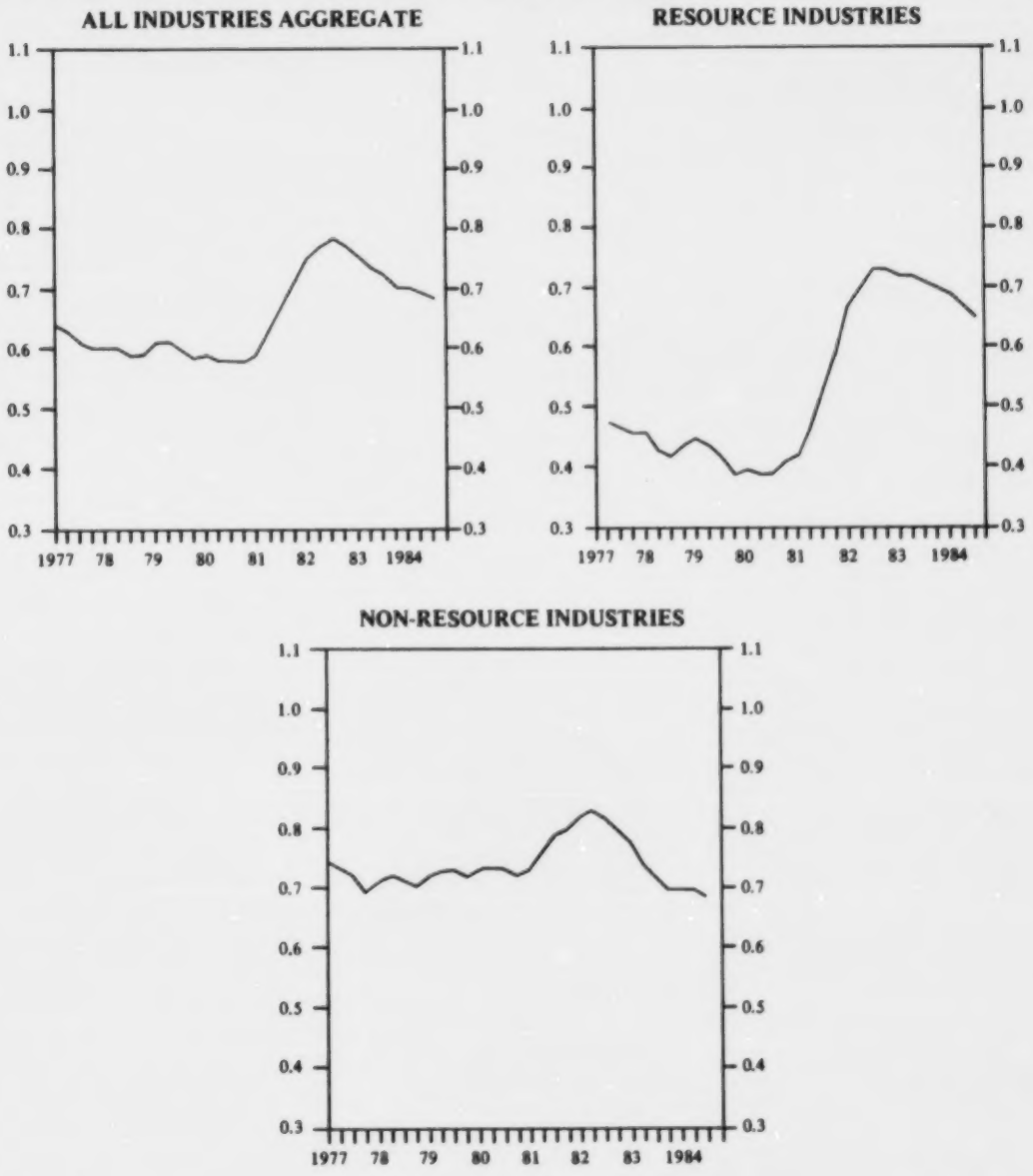
The interest-coverage[1] ratio for the same grouping of sectors reflects the observations on capital structure.

Figure 3.5 shows how the aggregate interest coverage ratio for non-financial corporations has varied over time reflecting both the relatively high level of debt and the limited recovery in profits. By the third quarter, the resource industries showed very low interest coverage compared with the 1977-80 period. Interest coverage ratios for the non-resource industries, on the other hand, were much closer to regaining pre-recession levels. Unlike the case for debt-to-equity ratios, however, even the non-resource industries had not reached their pre-recession levels of interest coverage by the third quarter of 1984. This was due to relatively high interest rates and a slowing in the recovery of profits.

[1] Interest coverage is defined as cash flow available for payment of interest divided by interest payments. Cash flow available for payment of interest included net income before provision for income taxes + depreciation, depletion and amortization + interest payments.

Figure 3.4

RESOURCE AND NON-RESOURCE INDUSTRIES DEBT-TO-EQUITY RATIOS: LARGER NON-FINANCIAL PRIVATE SECTOR CORPORATIONS(1)

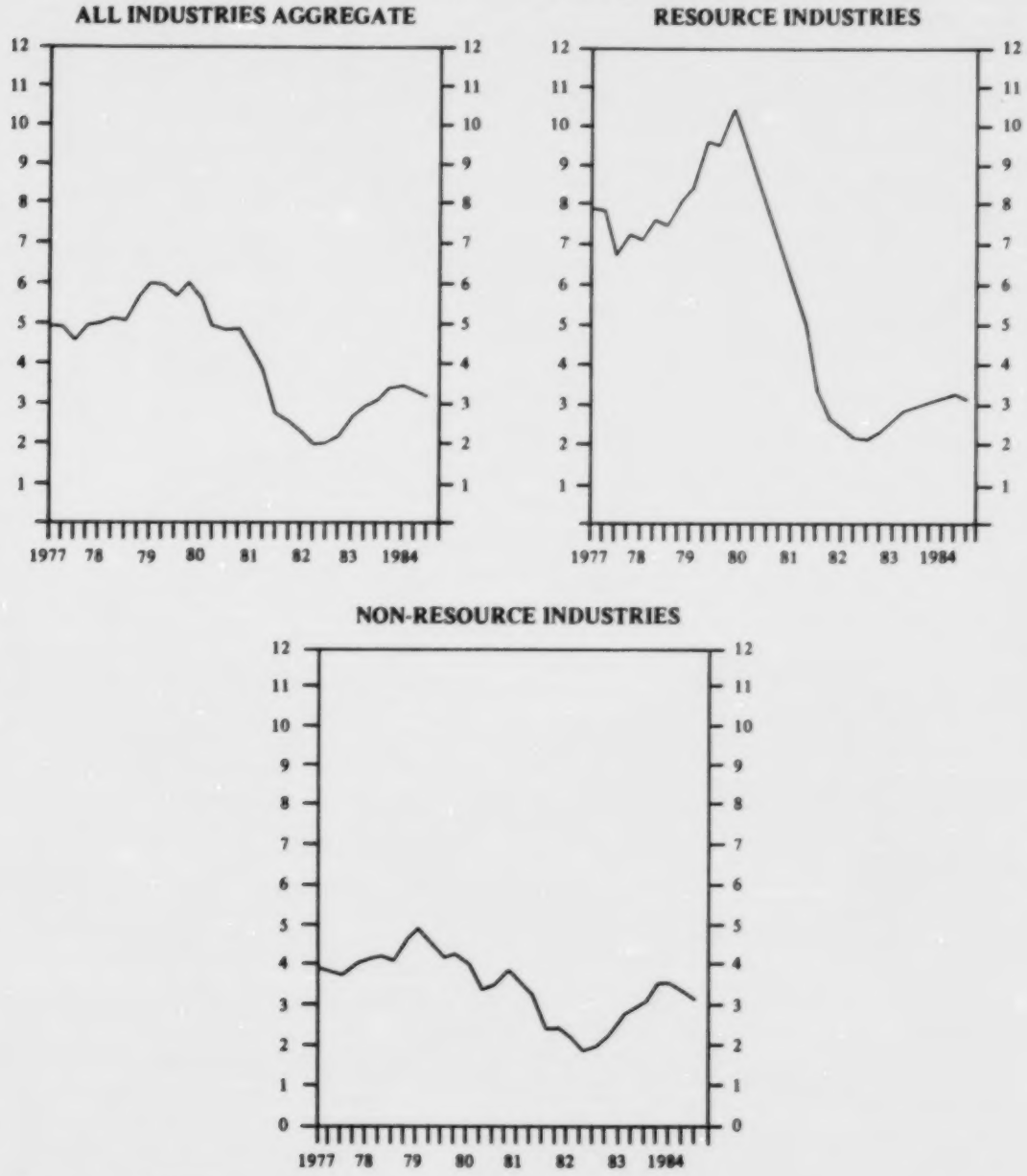


(1)Firms with more than $10 Million in assets

Source: Statistics Canada, *Industrial Corporations,* Cat. 61-003

Figure 3.5

RESOURCE AND NON-RESOURCE INDUSTRIES INTEREST COVERAGE RATIOS: LARGER NON-FINANCIAL PRIVATE SECTOR CORPORATIONS(1)



(1)Firms with $10 Million or more in assets

Source: Statistics Canada, *Industrial Corporations*, Cat. 61-003

In summary, the improvement since the recession in the capital structure and interest coverage of the larger non-financial corporations is a result of improved profitability and the raising of new external equity. As can be seen from Figures 3.4 and 3.5, however, there is still some way to go, at least for the resource sectors, before pre-recession levels will be attained. And, even when those levels are achieved, there is still room to question whether or not that would represent an "adequate" capital base for Canadian industry.

It should also be kept in mind that, although the non-resource industries as a whole seem to have regained their pre-recession footing, some of these industries continue to have problems with excessive debt levels and inadequate interest coverage.

Since the resource industries would seem to be the main area of major weakness, the rest of this section will focus on the performance of these sectors[1].

Forestry

Figure 3.6 sets out the debt-to-equity and interest coverage performance since 1977 for the Paper and Allied and Forestry and Wood industries. The **Paper and Allied and Forestry industries** account for about 5.4 per cent of all of the assets of the larger non-financial private sector corporations and about 15 per cent of the assets of the resource industries. As of the third quarter of 1984, the debt-to-equity ratio of the Paper and Allied and Forestry industry was still about 32 per cent higher than its 1977-80 pre-recession level. This continuing high level of debt-to-equity is a reflection of the sharp increase in debt-financed fixed asset acquisitioned which began at the end of 1981. Interest coverage remained low at about 50 per cent of its pre-recession level. Interest payments on debt continued to take a large proportion of earnings of the pulp and paper companies, even though increased profitability, large amounts of new external equity raised, and a stabilized level of debt, have resulted in steadily improving debt-to-equity and interest coverage ratios over 1984.

The **Wood industries** account for about 1.1 per cent of the assets of the larger non-financial private sector corporations, and about 4 per cent of the assets of the resource industries. The debt-to-equity and the interest coverage ratios of this sector had yet to turn the corner by the third quarter, reflecting the failure of the lumber industry to regain its pre-recession health. In addition, if preferred shares are counted as debt rather than as equity, the observed deterioration of the debt-to-equity ratio since the middle of 1983 is even stronger.

Mining

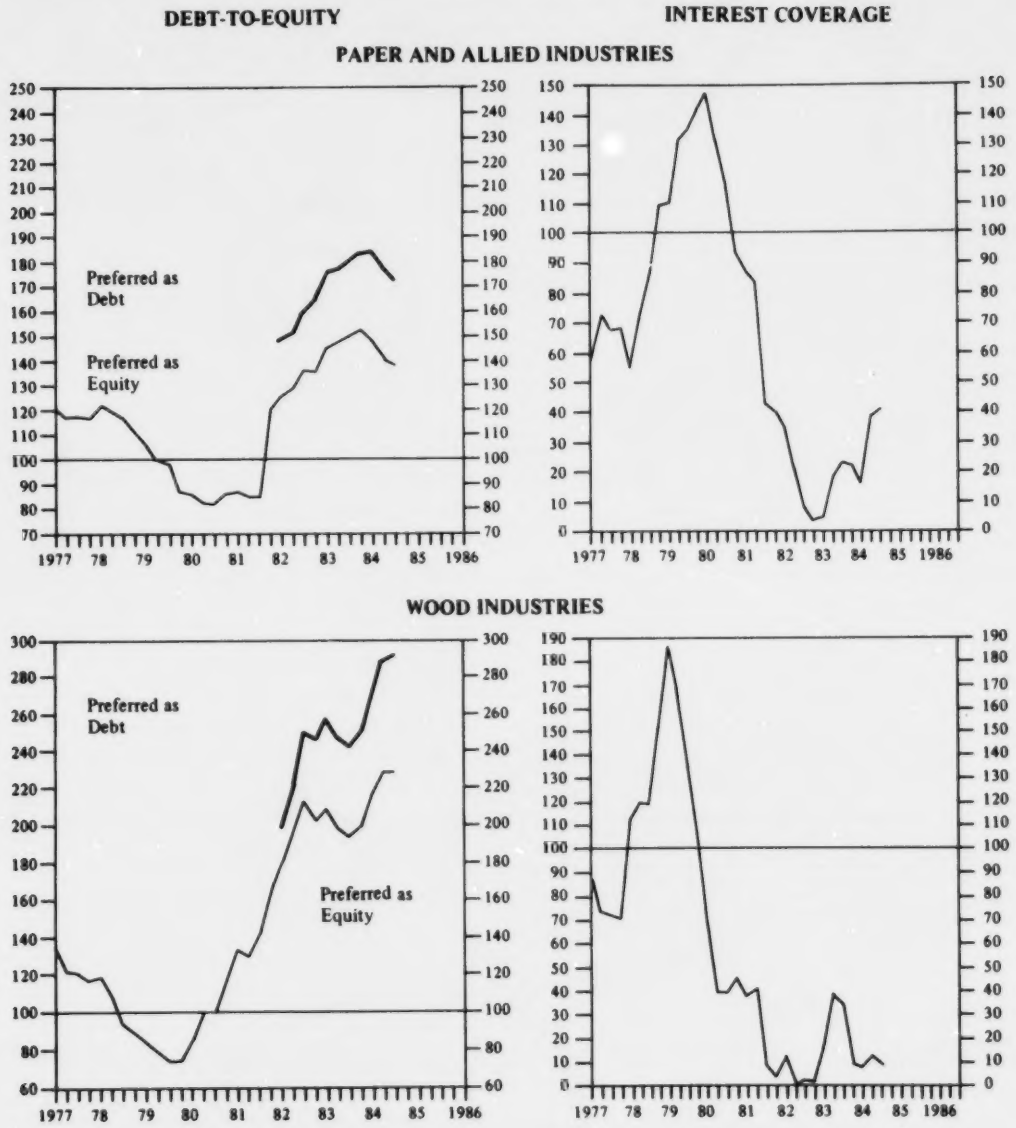
Figure 3.7 depicts the performance of debt-to-equity and interest coverage ratios for the larger corporations in the Metal Mining and Other Mining (e.g. asbestos) sectors.

---

[1] The sectors discussed below are as defined by Statistics Canada in *Industrial Corporations*, Cat. 61-003.

Figure 3.6

CAPITAL STRUCTURE OF INTEREST COVERAGE OF LARGER FORESTRY-RELATED CORPORATIONS(1)



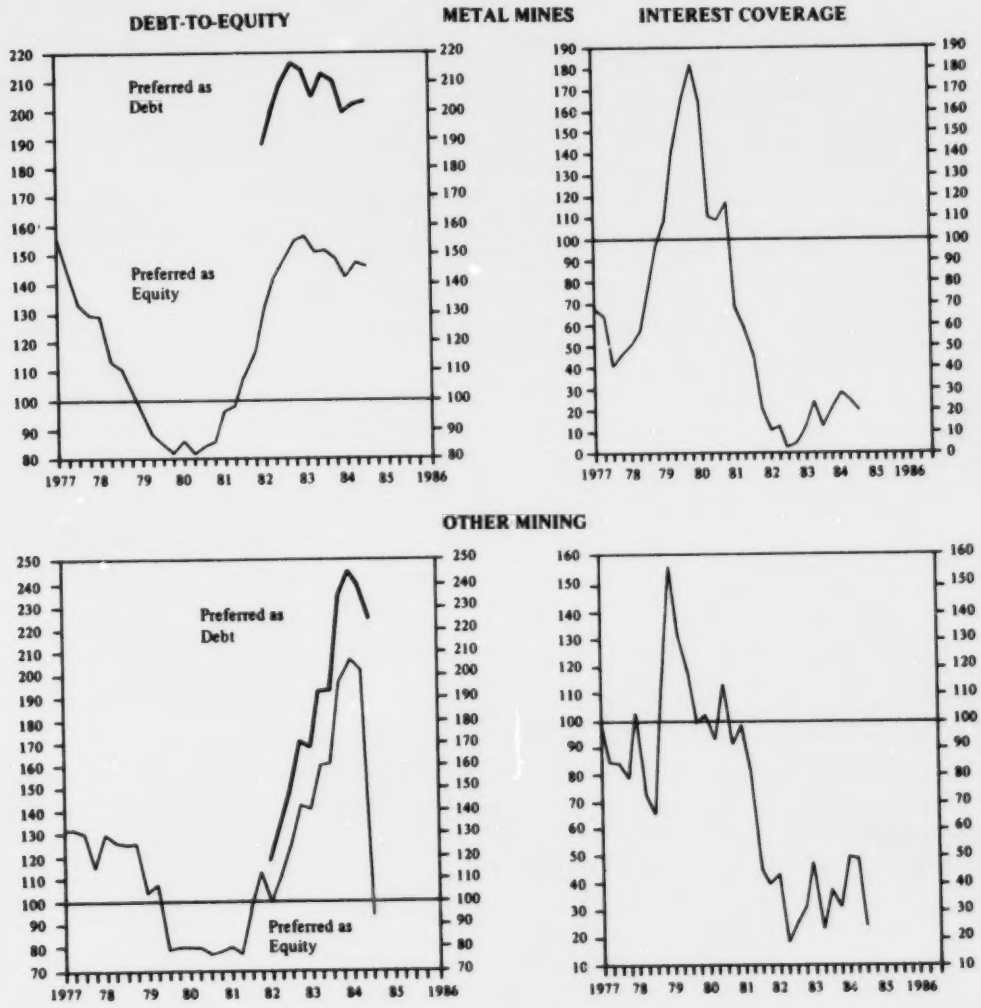
Index: 1977-80 = 100

(1)Firms with more than $10 Million in assets

Source: Statistics Canada, *Industrial Corporations*, Cat. 61-003

Figure 3.7

CAPITAL STRUCTURE AND INTEREST COVERAGE LARGER(1) MINING CORPORATIONS



Index: 1977-80 = 100

(1)Firms with more than $10 Million in Assets

Source: Statistics Canada, *Industrial Corporations*, Cat. 61-003

Metal Mines account for 6.3 per cent of the assets of the larger non-financial private sector corporations and about 18 per cent of the assets of the larger resource corporations. In spite of poor profitability, a modest improvement in debt-to-equity had been recorded by the third quarter of 1984. This was mostly due to the raising of about $1 billion through common shares in 1983 and a stabilization of debt levels. Interest coverage remained at around 20 per cent of the pre-recession 1977-80 average by the third quarter, reflecting continuing low world metal prices.

Debt-to-equity for the **Other Mining industry** recently appeared to improve dramatically. However, this occurred as the result of a major conversion of a loan to preferred shares by the parent of one of the firms in this sector. Interest coverage remains low by historical standards.

Oil and Gas

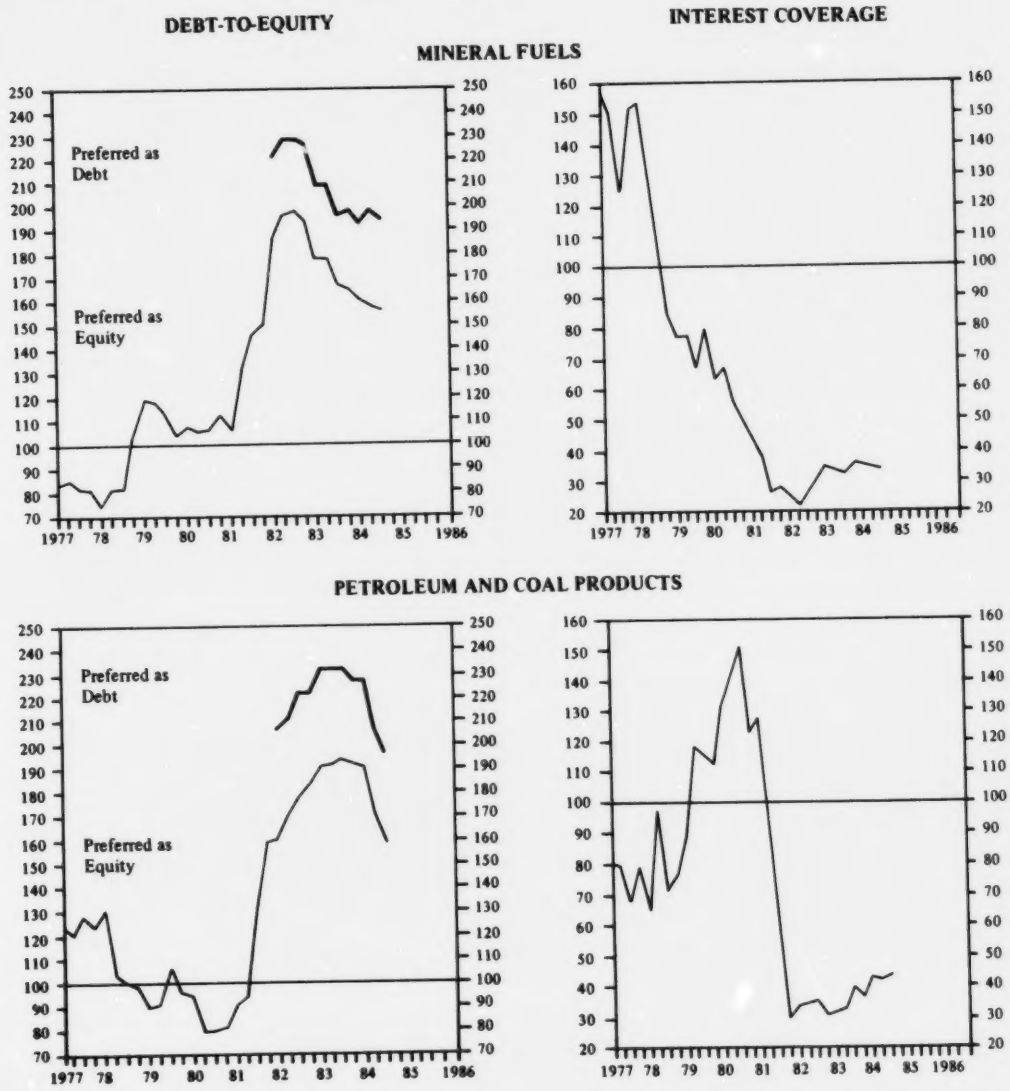
Figure 3.8 shows the debt-to-equity and interest coverage performance of the oil and gas sectors since 1977.

The **Mineral Fuels** sector, which includes the bulk of the Canadian independent oil and gas companies, accounts for about 13.6 per cent of the assets of all of the larger non-financial private sector firms and about half of the assets of all the larger resource firms. The debt-to-equity ratio of the Mineral Fuels corporations has fallen steadily since 1982 following a sharp increase in 1981, due mostly to record acquisition activity. As of the third quarter of 1984, the debt-to-equity ratio for this sector was 60 per cent above its pre-recession average. The improvement thus far has been accomplished through a combination of paying off existing debt and the raising of about $2 billion of common equity in 1983. Interest coverage, on the other hand, had shown very little improvement by the third quarter as earnings remained depressed.

The **Petroleum and Coal Products sector**, which is dominated by the large integrated oil companies, accounts for about 8 per cent of the assets of the larger non-financial private sector corporations and about 25 per cent of the assets of the larger firms in the resource sector. Improvement in the debt-to-equity ratio in this sector has been sharp in 1984, mainly due to improvements in profitability. While the debt-to-equity ratio for this sector remained about 54 per cent above the pre-recession average level by the third quarter, it is important to note that, in absolute terms, it was only one third of that registered by the Mineral Fuels industry. Interest coverage for the Petroleum and Coal Products sector has also been improving gradually but had only regained about 43 per cent of its pre-recession average level by the third quarter.

Figure 3.8

CAPITAL STRUCTURE AND INTEREST COVERAGE OF LARGER OIL AND GAS CORPORATIONS (1)



Index: 1977-80 = 100

(1)Firms with more than $10 Million in assets

Source: Statistics Canada, *Industrial Corporations*, Cat. 61-003

E. Comparison Between Canadian-Controlled and Foreign-Controlled Private Sector Corporations Operating in Canada

An important consideration respecting the capitalization of business in Canada is the particular situation of Canadian-controlled private sector companies. These companies, taken as a whole, have been, and remain, more highly levered than their foreign-controlled counterparts operating in Canada. With a view towards the implications of this fact on future business investment levels and on the ability of business to withstand economic downturns, an analysis was undertaken to examine the differences between the capital structure of Canadian-controlled private sector firms and foreign-controlled firms operating in Canada.

The data for this analysis are taken from the Statistics Canada publication entitled, *Corporations and Labour Unions Returns Act* (CALURA). The data in this publication are derived from taxation statistics and are only available up to 1981 at the present time. While the data do not, therefore, permit consideration of the 1982 recession period and the subsequent recovery, they do, nevertheless, shed some light on the issue of the longer-term relationship between capital structure and investment.

The foreign-controlled firms, defined as having 50 per cent of their voting rights directly or indirectly held by foreigners, accounted for about 38 per cent of total assets of firms operating in Canada on average over the period 1975-1981. In the mining (including oil and gas) and manufacturing sectors, the split of assets between Canadian and foreign-controlled companies is about 50:50, while the Canadian-controlled firms account for the majority of assets in other industries, ranging from 90 per cent for utilities to 78 per cent for services.

The comparative analysis of Canadian-controlled and foreign-controlled private sector corporations provides some interesting insights and raises important questions. Figure 3.9 shows the equity/assets ratios of all (large and small) as well as of only the larger[1] non-financial private sector corporations. The treatment of preferred shares is important in this analysis because a significant amount of financial market activity by Canadian companies since 1981 has been in the form of preferred shares having a fixed term of less than 10 years and a variety of floating-rate dividend features. As previously mentioned, however, data problems have prevented the comprehensive separation of preferred shares between debt-like instruments and equity. Thus, for purposes of illustration, the equity-to-assets ratio has been calculated first including all preferred shares as equity and second, excluding them from equity.

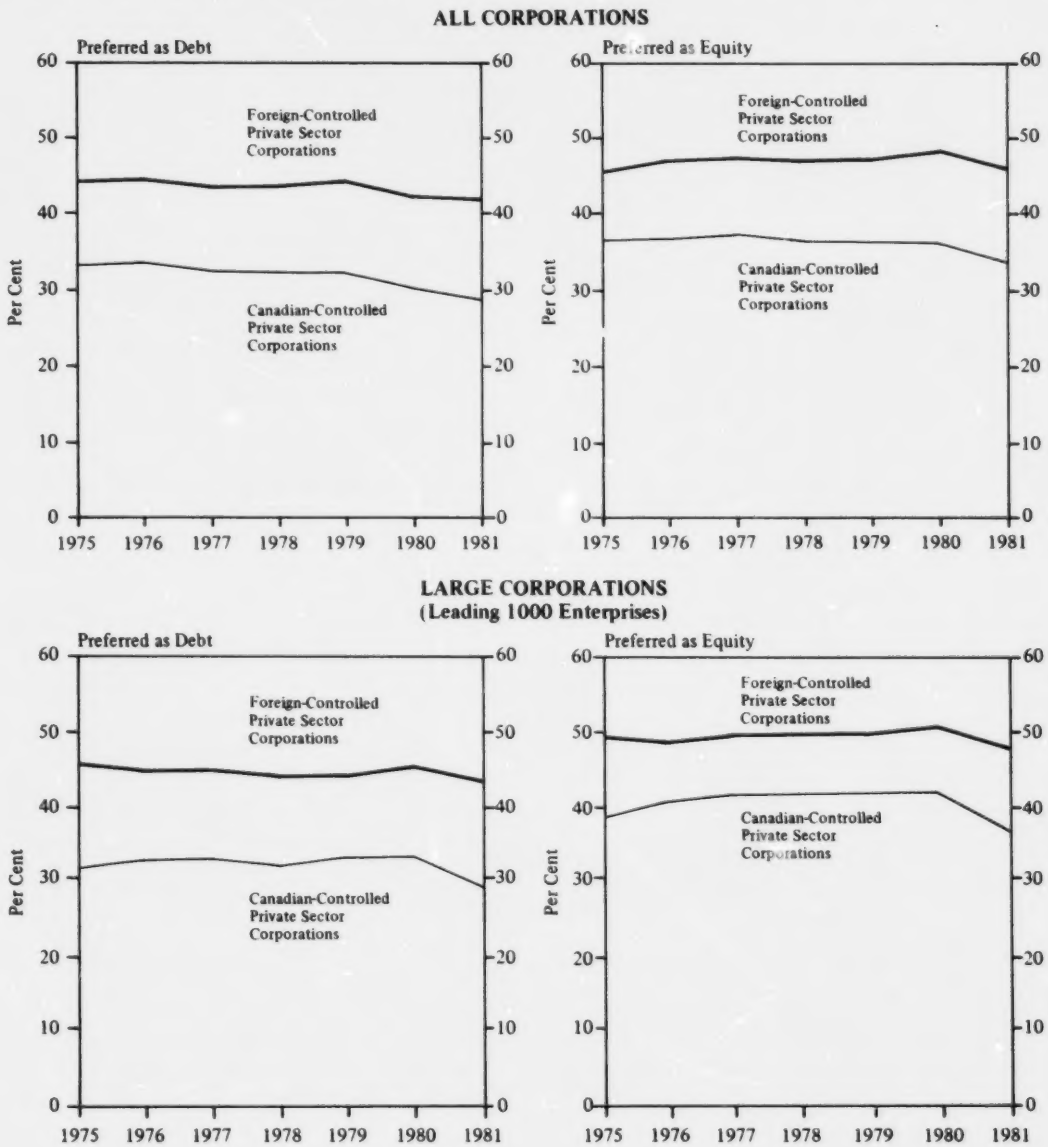
In either case, the results would seem to be the same. First, foreign-controlled private sector firms have a significantly higher equity-to-assets ratio than do Canadian-controlled firms. Second, the difference between the two groups of firms stayed about the same until 1981, when debt-financed acquisitions of foreign-controlled assets by Canadian-controlled firms, particularly in the oil and gas sector, contributed to a widening in the gap.

---

[1] In this case, the larger firms are the 1000 leading enterprises operating in Canada. This sample is analogous to the group of non-financial private sector firms with more than $25 million in assets.

Figure 3.9

EQUITY/ASSETS OF CANADIAN AND FOREIGN-CONTROLLED PRIVATE SECTOR CORPORATIONS OPERATING IN CANADA



Source: Statistics Canada, *Calura*, Cat. 61-210

In order to round out this analysis, an examination was made of profitability performance of the Canadian and foreign-controlled firms. As shown in Figure 3.10, assets of Canadian-controlled private sector corporations have typically not achieved the profit performance levels of their foreign-controlled counterparts. The after-tax profit/assets ratio has consistently been lower for the Canadian-controlled segment, at least since the mid 1970s. This ratio may be divided into two components: the profit/sales ratio reflecting operating margins; and the sales/assets ratio which measures the efficiency of a company's use of its assets. Canadian-controlled companies have had lower profit/sales ratios over the entire period whereas their sales/assets ratios have been lower only since 1978. The inferior profits/sales performance is, in part, a reflection of the higher interest costs due to the relatively higher debt level of the Canadian-controlled firms.

It has been postulated that this weaker performance of the Canadian-controlled firms might be an indication of differences in industrial mix. However, a further examination reveals that the Canadian-controlled firms show lower earnings performance across every sector in which both classes of firms operate as can be seen in Table 3.3. This would suggest that the foreign-controlled firms occupy the most profitable niche in each sector. Further study is clearly necessary before the reasons for these observations can be fully explained.

The last observation to note in this regard is that the higher leverage of Canadian-controlled firms has offset, to a certain extent, the lower after-tax profit/assets ratio, thus bringing their return on common equity more into line with foreign-controlled firms. Between 1975 and 1981, the return on common equity of

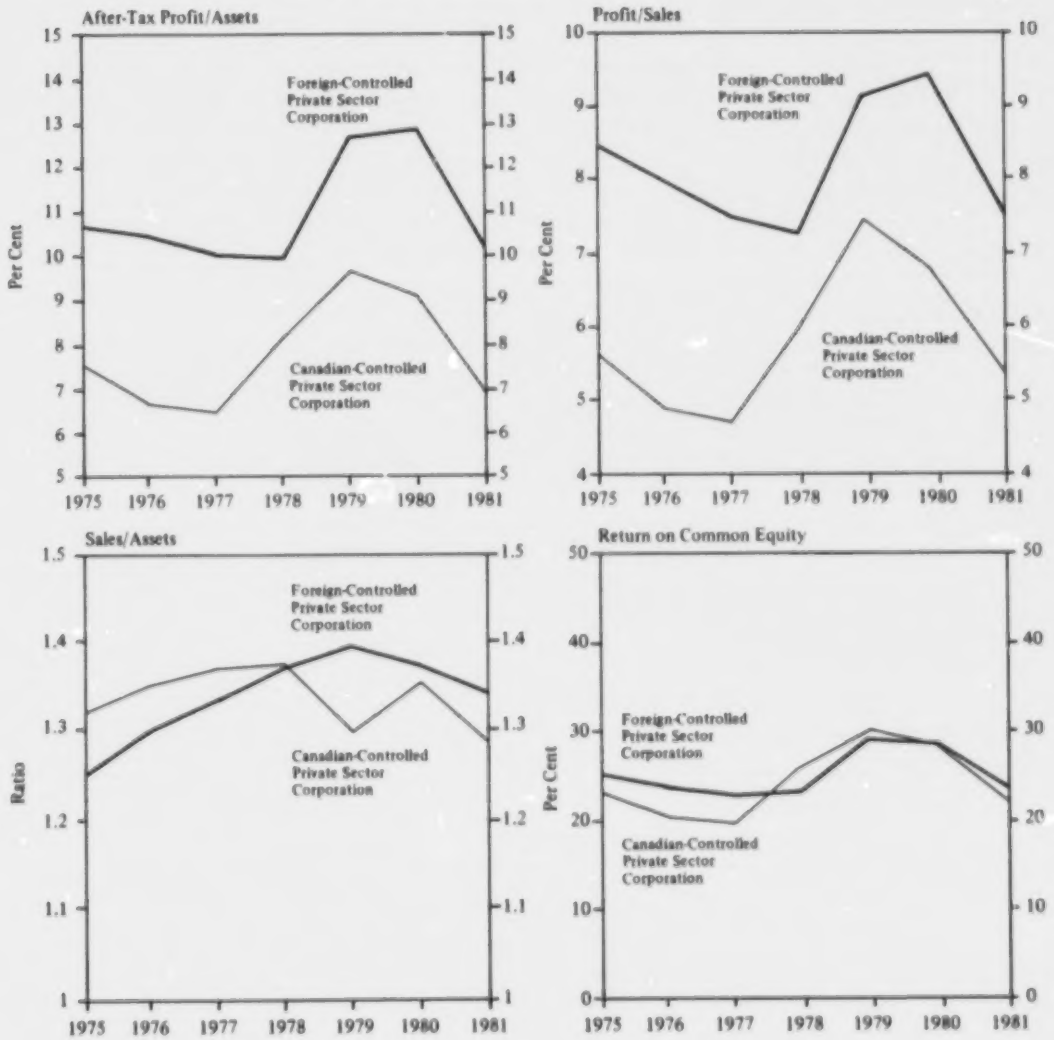
Table 3.3

Sectoral After-Interest and Before-Tax Profit Performance (All Non-Financial Corporations)

	1981			
	Canadian-controlled		Foreign-controlled	
	Sectoral composition	Profits/ assets	Sectoral composition	Profits/ assets
	(Percentage of assets)	(Per cent)	(Percentage of assets)	(Per cent)
Oil & Gas	10.1	6.7	28.6	13.0
Other Resource	13.6	7.0	13.1	8.3
Manufacturing	15.2	7.4	36.6	9.4
Utilities	30.4	4.3	3.9	7.4
Other	30.7	7.4	17.8	9.5
Total	100.0	6.4	100.0	10.2

Figure 3.10

PROFITABILITY OF CANADIAN AND FOREIGN CONTROLLED PRIVATE SECTOR NON-FINANCIAL CORPORATIONS OPERATING IN CANADA



Source: Statistics Canada, *Calura*, Cat. 61-210

Canadian-controlled firms exceeded that of foreign-controlled companies in only two years – 1978 and 1979. However, the differences are not large with the average for Canadian-controlled private corporations at 24 per cent as opposed to 25 per cent for their foreign-controlled counterparts. The extent to which these effects are dominated by the results in specific sectors, or by problems in single major companies, has not yet been determined.

As indicated by Figure 3.11 the rate of growth of total assets[1] by the Canadian-controlled firms has outpaced that of their foreign-controlled counterparts in every year except 1979. Thus, the data suggest that the degree of capitalization of Canadian-controlled corporations does not appear to have been a barrier to their investment performance. Indeed, it may have been the case that the higher degree of leverage in the Canadian-controlled firms was the result – and not a determinant – of their higher rate of investment. An aggressive investment posture financed by debt through the late 1970s, when real interest rates were low, would explain the observations of higher leverage today.

Finally, in light of the industry sector analysis performed earlier in this chapter, it is interesting to examine capital structure developments for Canadian-controlled and foreign-controlled corporations in the oil and gas sector. Table 3.4 uses data collected by the Petroleum Monitoring Agency to illustrate this comparison. Not unexpectedly, these data bear out the finding that the Canadian-controlled firms have significantly lower equity/assets ratio than foreign-controlled corporations in the same sector. Again, however, further analysis is required to determine the effects of specific companies on these results and to understand their implications for business performance in the future.

Table 3.4

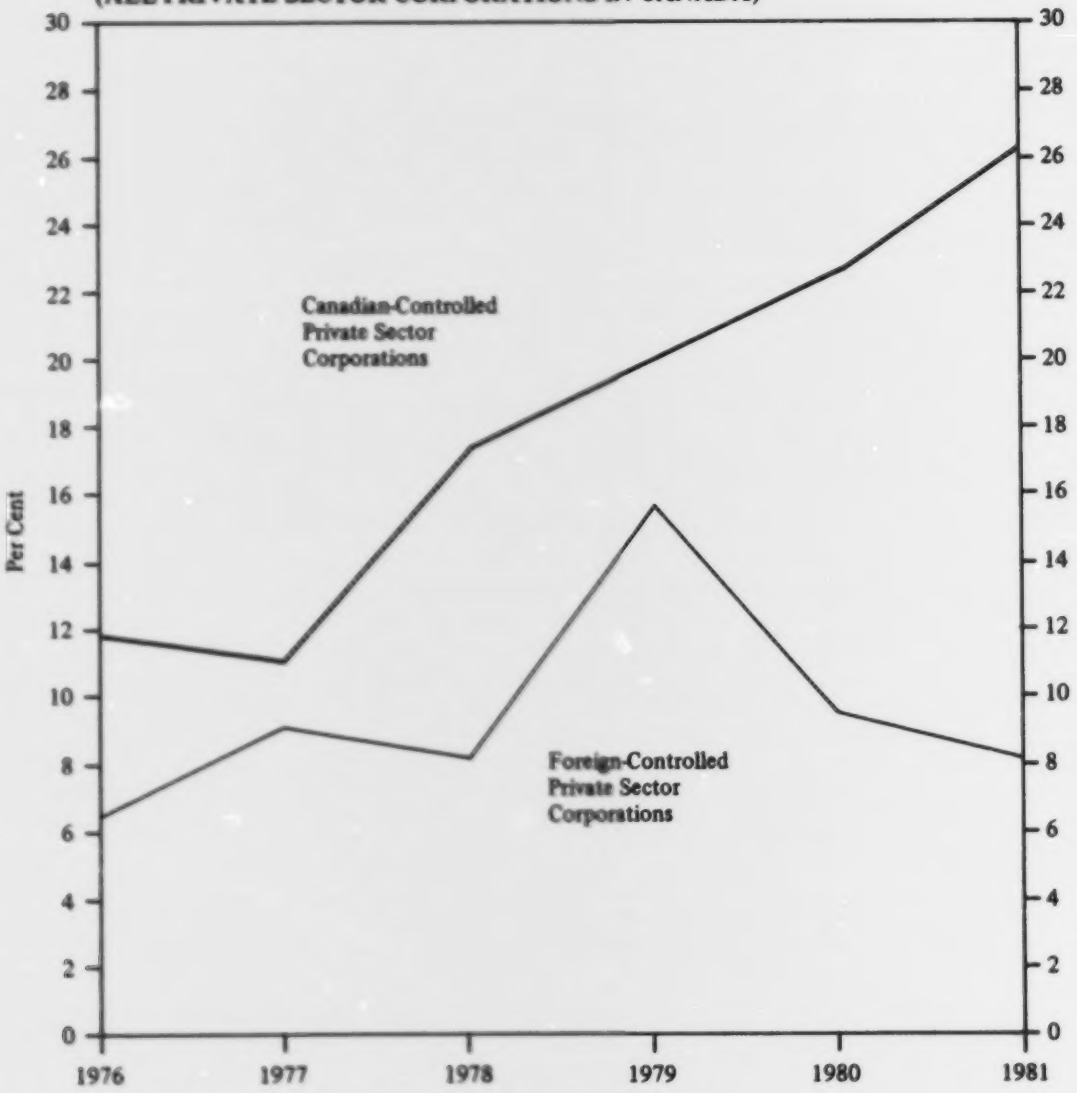
Debt/Equity Ratios
Oil & Gas Industries

	Canadian-controlled	Foreign-controlled
1980	0.54	0.21
1981	1.00	0.28
1982	1.19	0.31
1983	1.08	0.31

[1] Total Assets include all financial, as well as fixed, assets. The CALURA data do not record business fixed investment explicitly. As a result, the annual change in total assets has been used as a proxy.

Figure 3.11

CHANGE IN TOTAL ASSETS
(ALL PRIVATE SECTOR CORPORATIONS IN CANADA)



Source: Statistics Canada, *Culture* Cat. 61-210

F. Summary

1. **Over the period between 1962 and 1980**, the leverage of Canada's larger non-financial private sector firms, as measured by debt-to-equity ratios, has increased on trend by about 50 per cent. After increasing sharply in 1981 and 1982, debt-to-equity ratios are now returning to levels at or below those of the late 1970s.

2. The **composition of the capital structure** of the larger non-financial private sector corporations has changed significantly over the 1970s and through to 1984. The deterioration in capital structure during the 1982 recession was the result of a combination of increased bank loans and weak profit performance leading to an erosion of retained earnings. In the recovery to date, we have seen record amounts of funds raised through common shares and, to a lesser extent, preferred shares as well as a sharp decline in the importance of short-term bank loans. Long-term bank loans have not declined significantly from the high proportion of total capital reached during the recession.

3. **Variable rate debt** owed by the large non-financial private sector corporations has increased significantly over the past decade, leaving these firms particularly vulnerable to sharp interest rate increases given currently low levels of interest coverage.

4. The proportion of **preferred shares**, which can possess debt-like attributes, entering into the capital structure of non-financial firms is not currently out of line with historical levels, except in the case of the mineral fuels industry.

5. Although problems remain in parts of the **non-resource sectors** (most notably some large firms in retail department stores, food retailing, primary metals and metal fabricating), the main weakness of capital structure is isolated in the **resource industries**. Forestry, mining and oil and gas are all far from regaining pre-recession levels of debt-to-equity and interest coverage. However, improvement from levels experienced in the midst of the 1982 recession has been significant and steady. Clearly, the desire to restructure and improve profitability through cost control has been strong.

6. **Canadian-controlled** non-financial private sector corporations have historically been less efficient (in terms of return on total assets employed) than their **foreign-controlled** counterparts operating in Canada, although the differences have been more-or-less constant since the mid 1970s. Similarly, the equity/assets ratio of the Canadian-controlled firms has consistently been about 75 per cent of that of their foreign-controlled counterparts operating in Canada. However, the relationship is not as stable in the **oil and gas sector** where the Canadian-controlled firms doubled their debt-to-equity ratio between 1980 and 1983 while that for the foreign-controlled firms increased by 50 per cent.

IV. Concluding Comments

The spotty and incomplete recovery of the non-financial corporate sector in Canada remains a cause for some concern. The depth of the recession, together with the continuing weakness in the worldwide demand for resource products, has resulted in a slow recovery of companies in certain of our key industrial sectors, primarily in the resource industries. These companies continue to carry high levels of debt relative to the pre-recession period. Moreover, with interest rates remaining high, the interest-coverage ratio for firms in these sectors remains well below historic levels.

The effects of the recession on the business sector were not exclusively negative. As a consequence of the recession, the corporate sector overall is today more efficient and productive. Companies in every industry have endeavoured to cut costs and improve productivity. Steps taken in these areas should help to ensure the continued competitiveness of Canadian business internationally.

Another result of the recession has been the attention that corporations have assigned to the need for prudence in their financial affairs. Reducing debt loads and increasing equity continue to be priorities for companies which have not yet achieved their desired capital structure. Many companies report that they now intend to operate with lower proportions of debt in their capital structure than they considered acceptable in the pre-recession period.

Over the period between 1962 and 1980, the leverage of Canada's larger publicly-traded non-financial private sector firms, as measured by debt-to-equity ratios, increased gradually by about 50 per cent. Debt-to-equity ratios then increased sharply in 1981 and 1982, but are now returning towards levels prevalent in the last half of the 1970s. In addition to the higher level of debt-to-equity, the composition of the capital structure of the larger non-financial private sector corporations has changed significantly over the period from 1970 to 1984. While the deterioration in capital structure of non-financial private sector firms during the 1982 recession was a result of a combination of increased bank loans and weak profit performance leading to erosion of retained earnings, the recovery in the debt-to-equity ratio to date has been characterized by record amounts of funds being raised through common shares, and to a lesser extent, preferred shares, as well as a sharp decline in the importance of short-term bank loans. Long-term bank loans have not declined significantly from the high proportion of total capital which they represented during the recession.

Another development over the past decade has been the increase in the amount of variable-rate debt held by the large non-financial private sector corporations

relative to total debt. This movement from fixed to variable rate financing has left non-financial corporations particularly vulnerable to sharp interest rate increases, given current generally low levels of interest coverage.

Through 1983 and 1984, the non-financial private sector corporations have reduced their outstanding bank loans by almost $7 billion from the peak of $72.9 billion at the end of 1982. This trend is expected to continue in those companies which have not yet reached their desired capital structure. In addition, a predominant financing strategy among non-financial corporations is to convert floating-rate debt to fixed-rate as interest rates fall. The combination of these forces, together with additions to the equity base through enhanced profitability and new share issues, should allow the non-financial corporations in Canada to continue to progress towards a more stable and sound financial footing.

Rapport sur la situation financière des sociétés non financières au Canada

Avril 1985

Division des besoins financières des sociétés
Ministère des Finances

Rapport sur la situation financière des sociétés non financières au Canada

Avril 1985

Division des besoins financières des sociétés
Ministère des Finances

© Ministre des Approvisionnements et Services Canada 1985

N° de cat. F 2-65/1985

ISBN 0-662-53817-X

Table des matières

I. Introduction et vue d'ensemble 1

II. Situation financière des sociétés non financières

A. Introduction et portée de l'analyse 3

B. Résultats financiers de l'ensemble des sociétés 4

C. Étude détaillée des indicateurs financiers 7

Chiffre d'affaires 7
Marges d'exploitation 8
Rendement de l'actif 11
Bénéfices après impôts 14
Rendement des capitaux propres 19
Coefficients d'endettement 22
Couverture des intérêts 25
Investissements réels 25

D. Résumé 30

III. Structure du capital: examen approfondi

A. Introduction 33

B. Évolution à long terme de la structure du capital 33

C. Composition récente des capitaux d'emprunt et des capitaux propres 35

D. Endettement relatif et couverture des intérêts par industrie 38

Secteur des ressources comparé aux autres secteurs 38
Industrie forestière 42
Industrie minière 45
Pétrole et gaz naturel 45

E. Comparaison des sociétés privées contrôlées par des Canadiens et par l'étranger au Canada 48

F. Résumé 54

IV. Conclusion 56

I. Introduction et vue d'ensemble

L'état de santé, la position et le rôle des sociétés au Canada ont fait l'objet d'amples discussions dans la presse spécialisée, le milieu universitaire, les cercles de dirigeants d'entreprises, les syndicats, de même qu'au sein du gouvernement au cours des deux années qui ont suivi 1982. C'est en effet à cette date que la dernière récession a atteint son point critique.

Nous disposons d'une vaste gamme de renseignements généraux pour répondre à ces questions. Des renseignements généraux qui peuvent être examinés à la lumière de l'expérience de chacun et selon l'opinion des milieux d'affaires et des milieux syndicaux afin d'en arriver à une évaluation généralement reconnue de la situation actuelle et des perspectives de l'industrie canadienne.

Nous avons jugé qu'il serait utile pour les débats actuels de mettre à la disposition d'un plus large public les données plus générales utilisées par le ministère des Finances pour étudier ces questions.

Ce document a pour principal objet d'examiner, secteur par secteur, l'évolution d'une série d'indicateurs de la situation financière des sociétés non financières depuis 1980[1]. C'est un exercice qui permet d'apprécier l'ampleur de la reprise économique intervenue jusqu'ici en plus de déterminer nos atouts éventuels pour l'avenir.

Le chapitre II procède à une analyse approfondie de la santé actuelle des sociétés non financières au Canada. Il passe en revue les résultats de 47 industries en matière de chiffre d'affaires, de rentabilité, d'endettement et d'investissement, et ce par rapport à leur situation d'avant la récession économique de 1982 et à son point le plus critique. Le chapitre III étudie en détail la structure du capital des entreprises canadiennes en s'intéressant tout particulièrement aux grandes sociétés non financières du secteur privé contrôlées par des Canadiens. Le chapitre IV présente les conclusions.

---

(1) Toutes les institutions financières, sociétés de contrôle et de portefeuille sont exclues du groupe des sociétés non financières. Sont aussi exclues: les sociétés s'occupant d'agriculture, de chasse et de pêche, les filiales ou succursales de sociétés canadiennes en activité à l'étranger, les coopératives non imposables, les sociétés à but non lucratif, les propriétés et les associations non constituées en sociétés et toutes les entreprises commerciales de l'État, y compris les sociétés de la Couronne et leurs sociétés affiliées et les entreprises des administrations publiques provinciales et municipales.

II. Situation financière des sociétés non financières

A. Introduction et portée de l'analyse

Depuis le point le plus critique de la récession en 1982, les sociétés non financières ont enregistré au Canada un degré de redressement plutôt inégal. Ce chapitre brosse un tableau des sociétés non financières au Canada en comparant leur situation actuelle à celle qui existait avant la récession. Huit indicateurs seront étudiés dans chaque secteur[1][2]:

(i) le chiffre d'affaires
(ii) les marges d'exploitation
(iii) le rendement de l'actif
(iv) les bénéfices réels après impôt
(v) l'endettement
(vi) la couverture des intérêts
(vii) le rendement des capitaux propres
(viii) les investissements réels

Voici la définition de chaque indicateur et les relations qui existent entre eux.

Le **chiffre d'affaires** d'une entreprise est le principal baromètre de son activité. Il indique de manière générale jusqu'à quel point les produits ou services de l'entreprise sont recherchés. La croissance du chiffre d'affaires est généralement positive, tandis que son déclin est un signe de faiblesse. La conjoncture économique, tant dans le pays qu'à l'étranger, de même que la compétitivité de l'entreprise sur son marché propre, représentent les facteurs déterminants du chiffre d'affaires.

La **rentabilité** d'une entreprise, dans un marché de concurrence sur les prix, permet de mesurer son efficacité, ainsi que sa capacité de survivre et de prospérer à long terme par l'emploi de son actif et des nouveaux avoirs acquis grâce au réinvestissement des bénéfices. De plus, la rentabilité, du fait qu'elle permet de verser des dividendes sans coup férir, constitue le principal facteur qui détermine la capacité de l'entreprise d'obtenir des nouveaux capitaux auprès des investisseurs.

---

[1] L'analyse présentée dans ce chapitre porte sur les 47 industries ou branches définies par Statistique Canada dans sa publication trimestrielle *Sociétés industrielles*, nº de cat. 61-003.

[2] En raison de limitations relatives aux données, on ne peut analyser les postes de bilan que dans le cas des sociétés dont l'actif dépasse $10 millions. Ce sous-groupe du secteur des sociétés représente environ 75 pour cent de l'actif total des sociétés non financières du secteur privé au Canada.

Nous étudierons dans ce chapitre quatre mesures de rentabilité: les **marges d'exploitation** qui indiquent le rapport entre le produit des ventes et les coûts de production, tout comme la rentabilité des activités quotidiennes de l'entreprise; le **rendement de l'actif** qui rend compte du rapport entre les bénéfices avant intérêts et impôts et l'actif de l'entreprise; les **bénéfices réels après impôts** qui représentent le principal élément des ressources d'autofinancement permettant de financer de nouveaux investissements réels, de verser des dividendes et d'amortir la dette; le **rendement des capitaux propres** qui constitue la part des actionnaires après la justification de tous les autres coûts.

L'**endettement**, mesuré par le rapport **dette/capitaux propres** de l'entreprise en plus de la **couverture des intérêts** (c'est-à-dire les ressources déclarées d'autofinancement par rapport aux paiements d'intérêt), donne une idée de la capacité de l'entreprise de résister aux fluctuations de la conjoncture économique et des taux d'intérêt.

Enfin, la croissance des **investissements** réels reflète l'opinion que l'entreprise se fait des possibilités rentables qui s'offrent à elle dans ses gammes d'activités courantes et récemment planifiées, que ce soit à moyen ou à long terme, l'appréciation de ces possibilités par rapport à la capacité existante, ainsi que l'accessibilité et le coût des ressources financières et autres nécessaires à l'exploitation de ces possibilités.

B. Résultats financiers de l'ensemble des sociétés

Nous examinerons d'abord les résultats d'ensemble du secteur des sociétés non financières privées. Le tableau 2.1 présente divers indicateurs financiers du secteur des sociétés depuis 1977. La première colonne présente la valeur moyenne de chaque indicateur de 1977 à 1980. Cette moyenne reflète l'activité avant la récession et sert d'élément de comparaison pour évaluer les résultats actuels. Le meilleur niveau atteint lors de la période 1977-1981 s'avère une autre mesure plus exacte du rendement obtenu avant la récession. Il pourrait cependant être déraisonnable, dans certain cas, d'espérer un retour prochain aux meilleurs résultats obtenu avant la récession. Par exemple, les investissements réels avaient marqué une exceptionnelle vigueur en 1980 et 1981 par rapport aux moyennes passées. La troisième colonne du tableau 2.1 nous permet de voir dans quelle mesure les divers indicateurs ont évolué depuis leur plus faible niveau enregistré lors de la récession.

Il est évident que les sociétés n'ont pas encore recouvré la santé financière qu'elles avaient avant la récession. Si le chiffre d'affaires réel (corrigé de l'inflation), les marges d'exploitation et le rapport bénéfices avant intérêts et impôts/chiffre d'affaires[1] se sont plus ou moins rétablis, la persistance de paiements d'intérêts élevés a empêché le taux de rendement avant impôt sur le chiffre d'affaires de dépasser la moyenne de 86 pour cent enregistrée avant la récession. De plus, les

---

[1] Les indices de rentabilité présentés au tableau 2.1 sont exprimés par rapport au chiffre d'affaires plutôt que par rapport à l'actif total afin d'indiquer leur importance relative dans les résultats financiers globaux des sociétés.

Tableau 2.1

Résultat des sociétés non financières au Canada

	Moyenne 1977-80	Meilleur niveau avant la récession	Pire niveau de la récession	3e t. 1984
	(milliards de $ de 1971)			
Chiffre d'affaires réel	200.5	218.8	186.8	215.4
	(en pourcentage du chiffre d'affaires)			
Rentabilité				
Revenus nets d'exploitation	10.2	11.4	8.5	10.1
Bénéfices avant intérêts et impôts	8.8	10.3	7.2	8.7
Bénéfices avant impôts	6.9	8.3	3.5	5.9
Bénéfices après impôts	4.3	5.2	1.8	3.3
Ressources d'autofinancement	7.6	8.5	4.2	6.7
	(quotients)			
Structure du capital				
Endettement[1][2]	0.59	0.58	0.78	0.68
Couverture des intérêts	6.05	6.64	2.78	4.22
	(milliards de $ de 1971)			
Investissements réels[1]	9.3	12.9	8.0	8.5

(1) On ne dispose de données que pour les entreprises dont l'actif dépasse $10 millions.

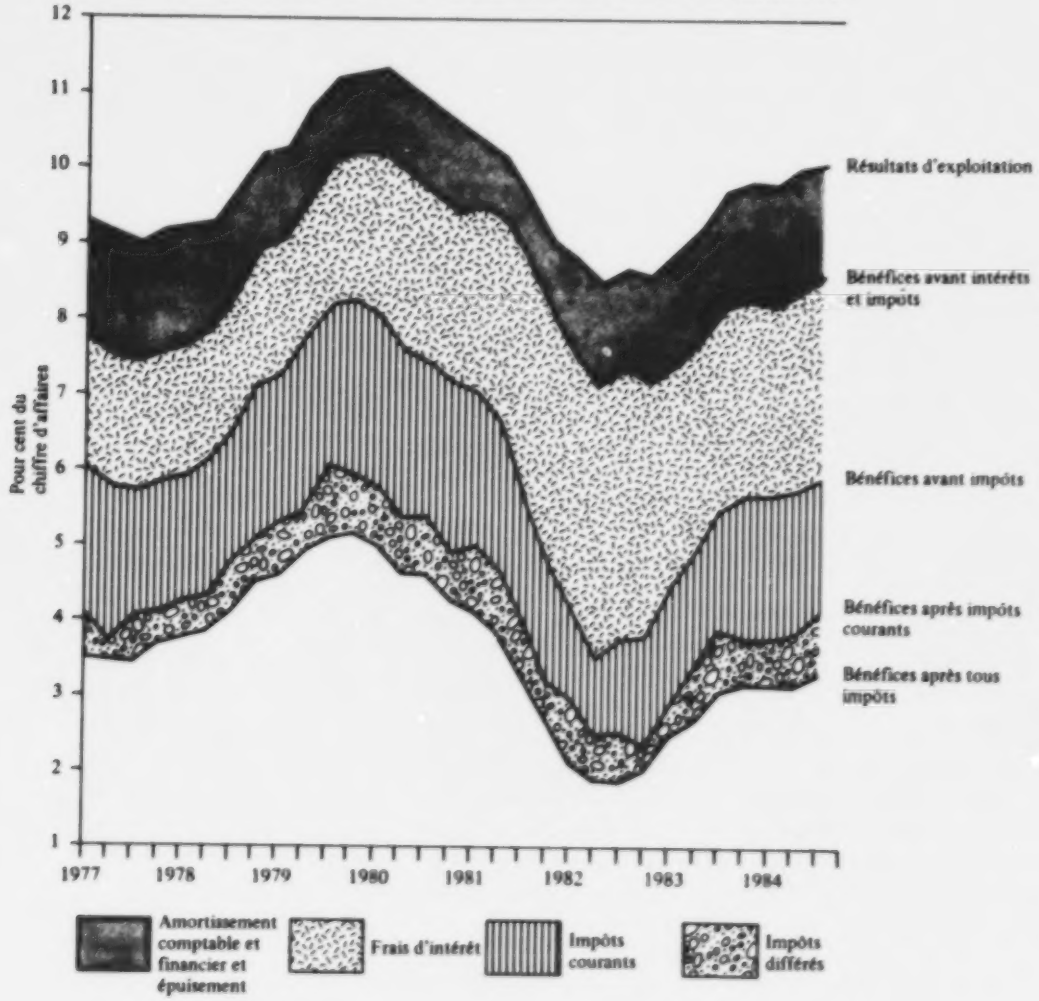
(2) L'endettement se définit comme étant tous les emprunts, les obligations, les débentures et les hypothèques; quant aux capitaux propres, ils comprennent les actions ordinaires et privilégiées, les bénéfices non répartis cumulés et les impôts reportés. Nous étudierons au chapitre III la conséquence de l'inclusion des actions privilégiées dans les dettes plutôt que dans les capitaux propres.

marges nettes (c'est-à-dire le rapport bénéfices après impôts courants/ventes) sont restées à un niveau encore plus bas, soit 77 pour cent des chiffres d'avant la récession, à cause de la hausse des impôts résultant des bénéfices plus abondants et de l'épuisement des pertes déductibles d'impôt que l'on avait accumulées en 1982.

La figure 2.1 illustre l'effet de la hausse des paiements d'intérêt en faisant apparaître l'écart qui s'est manifesté après 1980 entre les marges d'exploitation et les bénéfices après impôts. Cette divergence est due principalement à l'**élévation des taux d'intérêt**, à une hausse du rapport entre les **dettes à taux variable** et l'**endettement total** et à l'**accroissement global des emprunts**. Nous reviendrons sur ces facteurs au chapitre III.

Figure 2.1

COMPOSITION DES MARGES D'EXPLOITATION
ENSEMBLE DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES DU SECTEUR PRIVÉ



Note: données désaisonnalisées.

Source: Statistiques Canada, *Sociétés industrielles nº de cat. 61-003.*

De même, l'endettement relatif des grandes entreprises non financières[1] était en moyenne nettement supérieur à son niveau d'avant la récession. Le **coefficient d'endettement** de l'ensemble des grandes sociétés non financières est demeuré au troisième trimestre de 1984 à environ 13 pour cent au-dessus de son niveau moyen d'avant la récession (de 1977 à 1980). Malgré qu'il continue de faire problème, le coefficient d'endettement s'est sensiblement amélioré depuis le point critique de la récession en 1982, date à laquelle il dépassait de 30 pour cent le niveau moyen d'avant la récession. La **couverture des intérêts** n'était au troisième trimestre que d'environ 70 pour cent du niveau d'avant la récession, principalement parce que les dettes sont restées importantes et qu'elles étaient constituées en plus forte proportion d'emprunts à taux variable, ce qui les faisaient donc dépendre de taux d'intérêt alors plus élevés qu'ils ne l'étaient en moyenne avant la récession.

Enfin, les **investissements réels** des grandes entreprises non financières ont accusé une baisse plus ou moins régulière à partir du début de 1982 pour tomber, au deuxième trimestre de 1984, à un niveau égal à 63 pour cent seulement du sommet atteint en 1981 avant la récession. La première amélioration notable observée depuis 1981 a été enregistrée au troisième trimestre de 1984 au cours duquel les investissements réels sont remontés à 66 pour cent du plus haut niveau d'avant la récession. Cependant, pour apprécier la situation actuelle, il faut se rappeler que les investissements avaient été exceptionnellement vigoureux en 1980 et 1981. Si l'on compare les investissements du troisième trimestre à leur niveau moyen d'avant la récession (de 1977 à 1980), on constate qu'ils demeuraient relativement faibles mais qu'ils étaient quant même remontés à 91 pour cent de leur niveau moyen d'avant la récession.

C. Étude détaillée des indicateurs financiers

Nous allons maintenant analyser en détail l'évolution de chacun des indicateurs financiers des sociétés depuis quelques années, et ce tant globalement que pour chacune des 47 branches d'activité.

Chiffre d'affaires

La figure 2.2 présente l'évolution du chiffre d'affaires des sociétés non financières depuis 1977, tant en dollars courants qu'en dollars réels (corrigés de l'inflation). En date du troisième trimestre de 1984, il semble que le chiffre d'affaires nominal de ce secteur ait récupéré toute sa vigueur, du moins pour ce qui est du taux de croissance de la demande de produit. Cependant, l'inflation est maintenant – et devrait rester – beaucoup plus faible qu'elle l'était pendant toute la décennie ayant précédé la récession de 1982. Par conséquent, lorsqu'on veut comparer les années qui ont précédé et qui ont suivi la récession, il faut tenir compte de la différence

[1] On ne dispose de données sur les postes du bilan (actif et passif) que pour les entreprises dont l'actif est de $10 millions ou plus; voir Statistique Canada, *Sociétés industrielles*, n° de cat. 61-003.

d'intensité du taux d'inflation. Cette comparaison révèle que le chiffre d'affaires réel des sociétés non financières du secteur privé n'a retrouvé que récemment son plus haut niveau d'avant la récession.

Pour nous permettre de déterminer si l'évolution globale du chiffre d'affaires réel qui vient d'être décrit présente des points de résistance et de faiblesse relative dans les différents secteurs, le tableau 2.2 nous présente les résultats relatifs de 47 industries. Ces dernières sont regroupées en huit grandes catégories en fonction de l'utilisation définitive de leurs produits. On a classé les industries selon que leur chiffre d'affaires réel au troisième trimestre de 1984 était supérieur, égal ou inférieur à leur niveau d'avant la récession de 1981. On constate d'après ce critère que 37 des 47 industries, représentant 88 pour cent de l'actif total et 84 pour cent du chiffre d'affaires global[1], enregistraient au troisième trimestre de 1984 un chiffre d'affaires égal ou supérieur au plus haut niveau d'avant la récession. La reprise des ventes réelles de ces secteurs était non seulement vigoureuse, mais largement répartie dans les huit grandes catégories. Les industries qui se trouvaient majoritairement dans la colonne «inférieur à la récession» sont celles liées aux biens industriels ainsi qu'à la construction et à l'immobilier[2]. Cela est dû au niveau élevé des taux d'intérêt réels et à la faiblesse relative de la demande d'investissement depuis le début de la reprise.

Marges d'exploitation

La marge d'exploitation[3] donne une indication de la rentabilité des ventes, avant intérêt, amortissement et impôt. La figure 2.3 illustre l'évolution des marges d'exploitation depuis 1977 dans l'ensemble des sociétés non financières du secteur privé et pour les plus importantes d'entre elles. La marge d'exploitation globale des sociétés non financières du secteur privé a augmenté de façon plus ou moins régulière depuis le creux de la dernière récession, pour se situer au troisième trimestre à peu près au niveau moyen d'avant la récession (1977 à 1980). Cette amélioration était due à un net ralentissement du taux de croissance des frais de main-d'œuvre et des autres coûts depuis la récession. L'amélioration des marges d'exploitation montre de manière générale que l'entreprise canadienne est plus efficace et plus concurrentielle maintenant qu'avant la récession de 1982. Ce phénomène ne deviendra cependant tout à fait évident que si les bénéfices continuent d'augmenter en même temps que les taux d'utilisation des capacités et que, dans le cas des industries d'exploitation des ressources naturelles, le prix des produits de base se raffermit au niveau mondial.

---

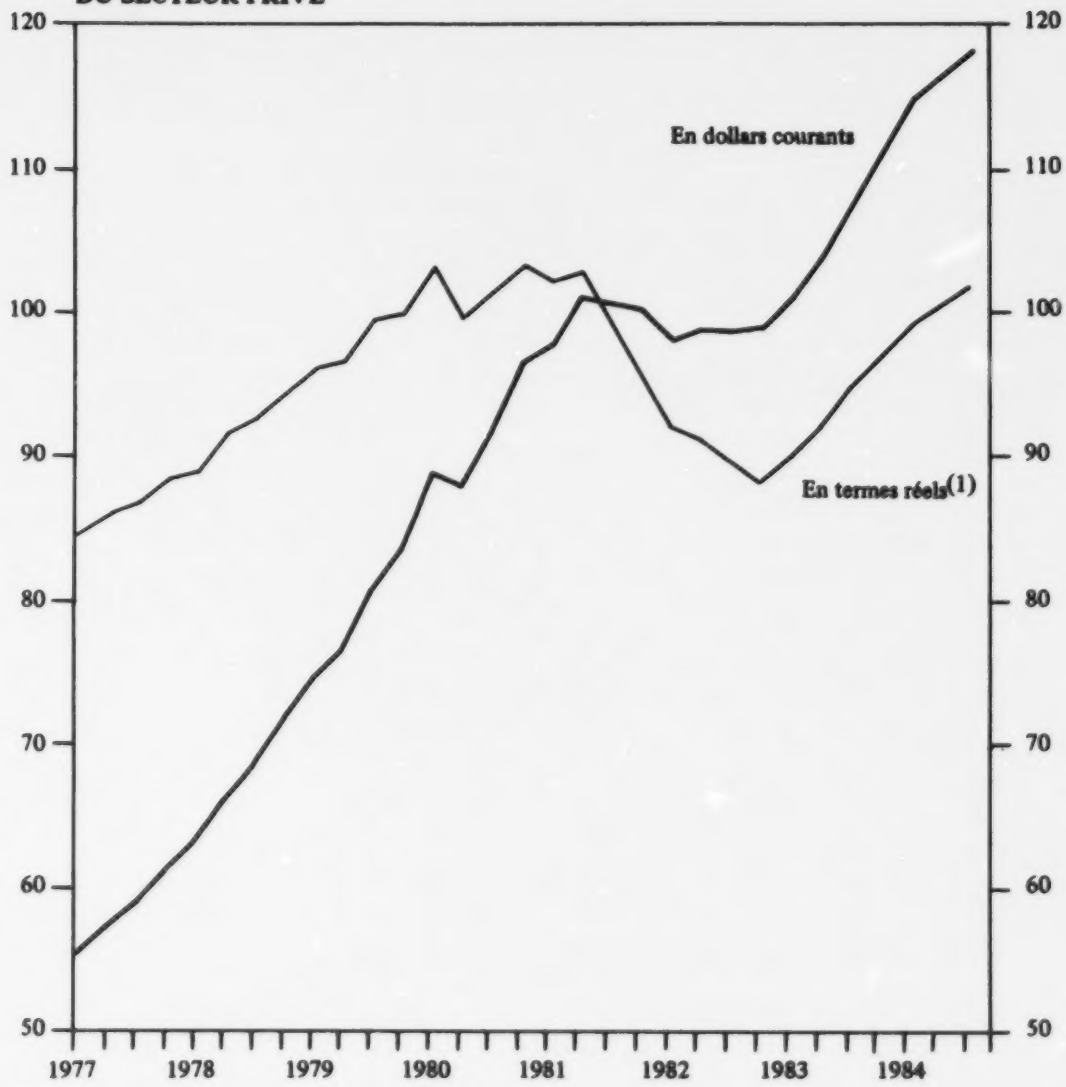
(1) Le chiffre d'affaires réel correspond à l'ensemble des sociétés non financières, mais la répartition de l'actif n'est disponible que pour les grandes entreprises (actif supérieur à $10 millions).

(2) Statistique Canada met en garde l'utilisateur contre le fait que la proportion plus forte des non-répondants à l'enquête sur le secteur de la construction et de l'immobilier, de même que l'absence de statistiques financières trimestrielles complètes dans ce secteur, rend les données moins fiables dans ce cas que pour les autres secteurs. *Sociétés industrielles*, n° de cat. 61-003. On trouvera plus de détails à la page xxv de la livraison du deuxième trimestre de 1984.

(3) La marge d'exploitation est définie ici comme le rapport entre le produit des ventes diminué des frais d'exploitation hors amortissement, épuisement et frais d'intérêt, et le chiffre d'affaires.

Figure 2.2

CHIFFRE D'AFFAIRES
ENSEMBLE DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES
DU SECTEUR PRIVÉ



Indice: 1981 = 100

Note: données désaisonnalisées.

(1) Chiffre d'affaires corrigé au moyen des indices implicites de prix, pondérés, des investissements des entreprises en construction non résidentielle ainsi qu'en machines et en matériel.

Source: Statistique Canada, *Sociétés industrielles*, nº de cat. 61-003.

Tableau 2.2

Chiffre d'affaires réel[1], troisième trimestre de 1984

	Supérieur au sommet d'avant la récession[2]	Égal au sommet d'avant la récession[3]	Inférieur au sommet d'avant la récession[2]
Nombre d'industries	12	25	10
Pourcentage du total:			
Actif	38	50	12
Chiffre d'affaires	27	57	16
Industries			
Biens durables de consommation	Matériel de transport; caoutchouc	Distributeurs de véhicules automobiles; produits électriques; commerce de gros de véhicules automobiles et accessoires	Meuble
Biens semi-durables de consommation	Autre commerce de détail	Imprimerie, édition et industries connexes; grands magasins; cuir; autres industries manufacturières; textile et bonneterie; autre commerce de gros	Vêtement
Biens non durables de consommation	Boissons gazeuses; brasseries	Tabac; distilleries; aliments; magasins d'alimentation; commerce de gros des aliments	
Industries réglementées	Communications; électricité et eau; distribution du gaz	Pipe-lines	
Services	Transports entreposage	Hôtellerie; autres services	Services à la direction des entreprises
Secteur des ressources	Combustibles minéraux	Commerce de gros des dérivés du pétrole; bois; pétrole et charbon; papier et produits connexes; mines métalliques	Autres mines
Biens industriels		Industrie chimique; machinerie; industrie métallique primaire	Produits minéraux non métalliques; produits métalliques; commerce de gros de machines et de matériel
Construction et immobilier	Location immobilière		Construction; aménagement immobilier; commerce de gros du bois d'œuvre et des matériaux de construction

[1] Pour l'ensemble des sociétés non financières; chiffres désaisonnalisés.
[2] De plus de 10 pour cent; la meilleure année était 1981.
[3] À 10 pour cent près; la meilleure année était 1981.

Les grandes entreprises ont souffert d'une baisse relativement plus prononcée de leurs marges d'exploitation pendant la récession que les entreprises relativement petites, mais, comme ces dernières elles étaient au troisième trimestre en train de revenir aux sommets atteints avant la récession en 1981.

Le tableau 2.3 montre l'évolution relative des marges d'exploitation dans 47 industries pour l'ensemble des sociétés non financières du secteur privé. Vingt-huit branches avaient réalisé au troisième trimestre de 1984 des marges d'exploitation égales ou supérieures au niveau moyen d'avant la récession[1]. De plus, ce redressement des marges d'exploitation s'observe dans la plupart des huit catégories d'industries. Dix-neuf secteurs, représentant 32 pour cent de l'actif total et 15 pour cent des recettes totales d'exploitation[2], restaient au-dessous du niveau moyen d'avant la récession.

En ce qui concerne le chiffre d'affaires réel, les catégories des biens industriels ainsi que de la construction et de l'immobilier[3] se retrouvaient en majorité parmi les industries «qui ne sont pas encore revenues aux niveaux d'avant la récession». Les secteurs des biens de consommation et les industries réglementées, par contre, sont les catégories qui ont affiché le redressement le plus marqué. Cependant, les activités de production et de vente de biens semi-durables, et notamment les grands magasins ainsi que l'industrie du vêtement et du textile, demeuraient en dessous du niveau moyen d'avant la récession.

Rendement de l'actif[4]

Le rendement de l'actif, mesuré ici par le rapport entre les bénéfices (avant intérêts et impôts) et l'actif, représente l'efficacité dont fait preuve une entreprise

---

(1) Le choix d'un point de référence avant la récession est inévitablement arbitraire; la méthode générale employée ici a consisté à prendre comme éléments de comparaison les moyennes d'avant la récession pour les grandeurs qui n'accusent généralement pas d'augmentation ni de diminution tendancielle dans le temps (comme les taux de rentabilité), et les sommets atteints avant la récession pour les valeurs qui présentent une croissance tendancielle à long terme (comme les ventes).

(2) Les recettes totales d'exploitation correspondent à l'ensemble des sociétés non financières, mais la répartition de l'actif n'est disponible que pour les entreprises dont l'actif dépasse $10 millions.

(3) Statistique Canada met en garde l'utilisateur contre le fait que la proportion plus forte des non-répondants à l'enquête sur le secteur de la construction et de l'immobilier, de même que l'absence de statistiques financières trimestrielles complètes dans ce secteur, rend les données moins fiables dans ce cas que pour les autres secteurs. Sociétés industrielles, no de cat. 61-003. On trouvera plus de détails à la page xxv de la livraison du deuxième trimestre de 1984.

(4) L'analyse ne porte que sur les entreprises dont l'actif dépasse $10 millions car l'on ne dispose d'aucune information sur les postes de bilan des sociétés moins importantes.

Figure 2.3

MARGES D'EXPLOITATION

Indice: 1977-80 = 100

Note: données désaisonnalisées.

(1) Sociétés ayant un actif de plus de $10 millions.

Source: Statistique Canada, *Sociétés industrielles*, nº de cat. 61-003.

Tableau 2.3

Marges d'exploitation[1], troisième trimestre de 1984

	Supérieur à la moyenne d'avant la récession[2]	Égales à la moyenne d'avant la récession[3]	Inférieures à la moyenne d'avant la récession[2]
Nombre d'industries	9	19	19
Pourcentage du total:			
Actif	15	53	32
Chiffre d'affaires	22	63	15
Industries			
Biens durables de consommation	Matériel de transport; produits électriques; meuble; caoutchouc	Commerce de gros de véhicules automobiles et accessoires	Distributeurs de véhicules automobiles
Biens semi-durables de consommation	Autres industries manufacturières	Autre commerce de détail; imprimerie, édition et industries connexes; autre commerce de gros; cuir	Vêtement; grands magasins; textile et bonneterie
Biens non durables de consommation	Tabac	Distilleries; magasins d'alimentation; brasseries; aliments; commerce de gros des aliments	Boissons gazeuses
Industries réglementées	Pipe-lines; électricité et eau	Communications	Distribution du gaz
Services		Autres services	Entreposage; services à la direction des entreprises; hôtellerie; transports
Secteur des ressources		Combustibles minéraux; produits du pétrole et du charbon; commerce de gros des dérivés du pétrole; papier et produits connexes et exploitation forestière	Autres mines; mines métalliques; bois
Biens industriels		Produits métalliques; produits minéraux non-métalliques	Machinerie; industrie métallique primaire; commerce de gros de machines et de matériel; industrie chimique
Construction et immobilier	Construction	Location	Commerce de gros du bois d'œuvre et des matériaux de construction; aménagement immobilier

[1] Pour l'ensemble des sociétés non financières; données désaisonnalisées.
[2] De plus de 10 pour cent; moyenne pour 1977-1980.
[3] À 10 pour cent près; moyenne pour 1977-1980.

à utiliser ses ressources pour en tirer un bénéfice. Si une grande proportion de la capacité est inutilisée, le rendement de l'actif restera faible, peu importe les marges d'exploitation. La figure 2.4 présente l'évolution du rendement de l'actif des grandes entreprises non financières du secteur privé depuis 1977. Après avoir affiché une hausse constante pendant près de deux ans, ce rapport ne s'était guère amélioré depuis le premier trimestre de 1984, encore qu'il soit resté au troisième trimestre à peu près au niveau observé au cours de la période 1977-1978. Il demeurait toutefois inférieur d'environ 27 pour cent au sommet atteint avant la récession en 1979.

Le tableau 2.4 présente les résultats comparatifs des 47 industries en ce qui concerne le rendement de l'actif. Vingt-huit des 47 branches, représentant 50 pour cent de l'actif total et 58 pour cent des bénéfices avant intérêts et impôts[1], étaient revenus au troisième trimestre à la moyenne d'avant la récession ou l'avaient dépassée. La plupart des industries réglementées et des secteurs fabricant et vendant des biens de consommation avaient récupéré leurs niveaux moyens d'avant la récession. Les autres n'avaient pas encore rattrapé les niveaux antérieurs, reflet généralement fiable d'un faible taux d'utilisation des capacités. Ce dernier était particulièrement bas dans l'industrie minière et dans l'industrie forestière, de même que dans les catégories des biens industriels, de la construction et de l'immobilier.

Bénéfices après impôts

Les bénéfices après impôts représentent les fonds disponibles pour le versement de dividendes, le réinvestissement et le remboursement des dettes. La figure 2.5 présente l'évolution des bénéfices réels après impôts depuis 1977, aussi bien pour l'ensemble des sociétés non financières du secteur privé que pour le sous-ensemble constitué par les grandes sociétés (actif supérieur à $10 millions). On voit que l'évolution des bénéfices après impôts n'a guère été différente dans ces deux catégories depuis 1977.

Le tableau 2.5 présente les résultats comparatifs des 47 industries sur le plan des bénéfices réels après impôts. Seulement 17 de ces branches, représentant 25 pour cent de l'actif total et 39 pour cent de l'ensemble des bénéfices réels après impôts[2], avaient réalisé des bénéfices réels après impôts égaux ou supérieurs au plus haut niveau d'avant la récession. Les industries réglementées ainsi que les industries des biens durables de consommation liées à la production et à la vente d'automobiles s'étaient particulièrement distinguées à ce chapitre. Comme nous

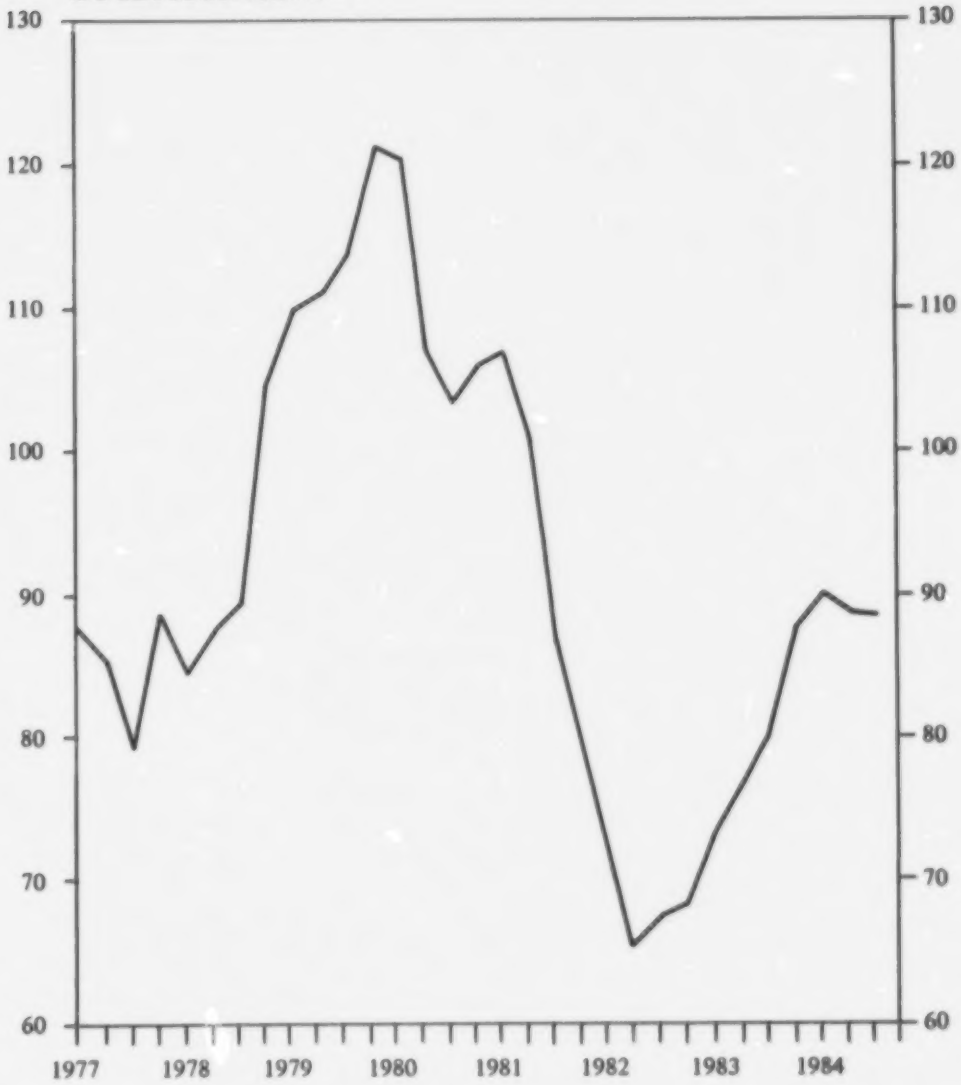
---

(1) Les bénéfices avant intérêts et impôts correspondent à l'ensemble des sociétés non financières, mais la répartition de l'actif n'est disponible que pour les grandes entreprises (actif supérieur à $10 millions).

(2) Les bénéfices réels après impôts correspondent à l'ensemble des sociétés non financières, mais la répartition de l'actif n'est disponible que pour les grandes entreprises (actif supérieur à $10 millions).

Figure 2.4

RENDEMENT DE L'ACTIF[1]
GRANDES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES
DU SECTEUR PRIVÉ[2]



Indice: 1977-1980 = 100

Note: données désaisonnalisées.

(1) Bénéfices avant intérêts et impôts/actif.

(2) Sociétés ayant un actif de plus de $10 millions.

Source: Statistique Canada, *Sociétés industrielles*, nº de cat. 61-003.

Tableau 2.4

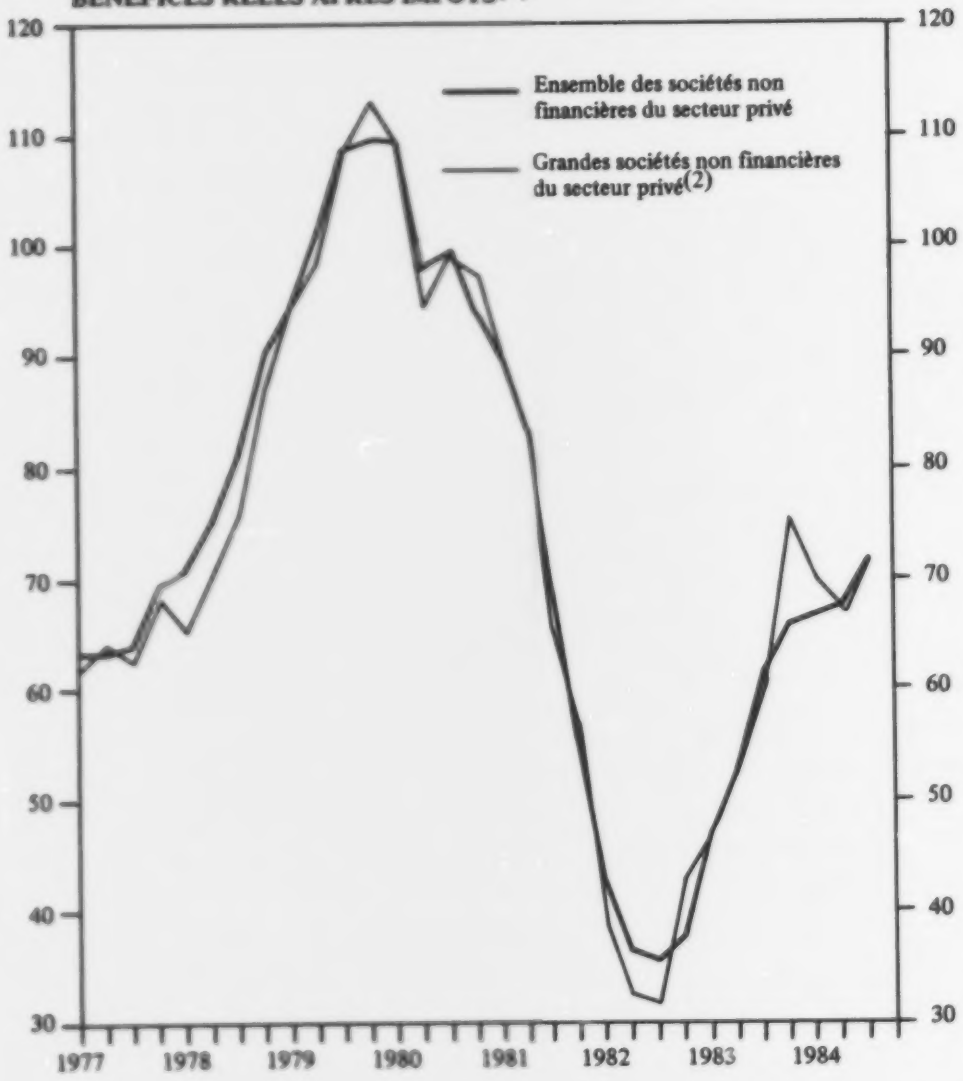
Rendement de l'actif, troisième trimestre de 1984

	Supérieur à la moyenne d'avant la récession[2]	Égal à la moyenne d'avant la récession[3]	Inférieur à la moyenne d'avant la récession[2]
Nombre d'industries	16	12	19
Pourcentage du total:			
Actif	25	25	50
Bénéfices avant intérêts et impôts	30	28	42
Industries			
Biens durables de consommation	Caoutchouc; distributeurs de véhicules automobiles; matériel de transport; commerce de gros de véhicules automobiles; meuble	Produits électriques	
Biens semi-durables de consommation	Vêtement; cuir	Autres industries manufacturières	Imprimerie, édition et industries connexes; autre commerce de détail; grands magasins; textile et bonneterie; autre commerce de gros
Biens non durables de consommation	Brasseries; boissons gazeuses	Aliments; tabac; distilleries; commerce de gros des aliments	Magasins d'alimentation
Industries réglementées	Communications; électricité et eau;	Pipe-lines	Distribution du gaz
Services	Transports; entreposage	Autres services; hôtelleries	Services à la direction des entreprises
Secteur des ressources	Commerce de gros des dérivés du pétrole	Produits du pétrole et du charbon	Mines métalliques; autres mines; papier, produits connexes et exploitation forestière; bois; combustibles minéraux
Biens industriels	Produits minéraux non métalliques	Industrie chimique	Machinerie; industrie métallique primaire; commerce de gros de machines et de matériel; produits métalliques
Construction et immobilier	Location	Construction	Commerce de gros du bois d'œuvre et des matériaux de construction; aménagement immobilier

[1] Pour les sociétés non financières (actif supérieur à $10 millions); données désaisonnalisées.
[2] De plus de 10 pour cent; moyenne pour 1977-1980.
[3] À 10 pour cent près; moyenne pour 1977-1980.

Figure 2.5

BÉNÉFICES RÉELS APRÈS IMPÔTS(1)



Indice: 1980 = 100

Note: données désaisonnalisées.

(1) Bénéfices après impôts corrigés au moyen des indices implicites de prix, pondérés, des investissements des entreprises en construction non résidentielle ainsi qu'en machines et en matériel.

(2) Sociétés ayant un actif de plus de $10 millions.

Source: Statistique Canada, *Sociétés industrielles*, nº de cat. 61-003.

Tableau 2.5

Bénéfices réels après impôts[1], troisième trimestre de 1984

	Supérieurs au sommet d'avant la récession[2]	Égaux au sommet d'avant la récession[3]	Inférieurs au sommet d'avant la récession[2]
Nombre d'industries	10	7	30
Pourcentage du total:			
Actif	20	5	75
Bénéfices réels après impôts	32	7	61
Industries			
Biens durables de consommation	Produits électriques; matériel de transport	Commerce de gros de véhicules automobiles et accessoires; distributeurs de véhicules automobiles; caoutchouc	Meuble
Biens semi-durables de consommation	Autre commerce de détail		Grands magasins; vêtement; autres industries manufacturières; textile et bonneterie; cuir; autre commerce de gros; imprimerie, édition et industries connexes
Biens non durables de consommation	Brasseries; boissons gazeuses; tabac	Commerce de gros d'aliments; distilleries	Magasins d'alimentation; aliments
Industries réglementées	Pipe-lines; communications; électricité et eau	Distribution du gaz	
Services			Services à la direction des entreprises; hôtellerie; autres services; transports; entreposage
Secteur des ressources		Commerce de gros des dérivés du pétrole	Papier, produits connexes et exploitation forestière; produits du pétrole et du charbon; combustibles minéraux; autres mines; mines métalliques; bois
Biens industriels	Produits minéraux non métalliques		Industrie chimique; machinerie; industrie métallique primaire; produits métalliques; commerce de gros de machines et de matériel
Construction et immobilier			Construction; aménagement immobilier; commerce de gros du bois d'œuvre et des matériaux de construction; location

[1] Pour l'ensemble des sociétés non financières; données désaisonnalisées.
[2] De plus de 10 pour cent; la meilleure année a été 1980.
[3] À 10 pour cent près; la meilleure année a été 1980.

l'avons indiqué, la persistance de paiements d'intérêts élevés explique en bonne partie le fait que les bénéfices réels après impôts ne se soient pas redressés autant que le chiffre d'affaires réel et les marges d'exploitation. La plupart des industries produisant des biens d'équipement, exploitant les ressources naturelles, fournissant des services et travaillant dans le secteur de la construction et l'immobilier[1] n'avaient pas encore retrouvé, au troisième trimestre de 1984, leurs bénéfices réels après impôts d'avant la récession.

Rendement des capitaux propres

Le rendement des capitaux propres est défini ici comme étant les bénéfices (après toutes les déductions, y compris les intérêts et impôts) divisés par le total des capitaux propres des actionnaires.

La figure 2.6 présente l'évolution du rendement des capitaux propres depuis 1977 dans les grandes sociétés non financières. Sa baisse depuis le début de 1984 traduit la faiblesse des bénéfices après impôts pour les grandes sociétés, faiblesses que montrait la figure 2.5. Là encore, il semble que le gonflement des intérêts dû à l'augmentation des emprunts au début de 1984 soit à l'origine de ce fléchissement.

Le tableau 2.6 montre l'évolution relative du rendement comptable des capitaux propres dans 47 industries. Au troisième trimestre de 1984, 21 des 47 branches, représentant 33 pour cent de l'actif et 49 pour de l'ensemble des bénéfices après impôts des grandes sociétés, avaient rattrapé ou dépassé le niveau moyen d'avant la récession.

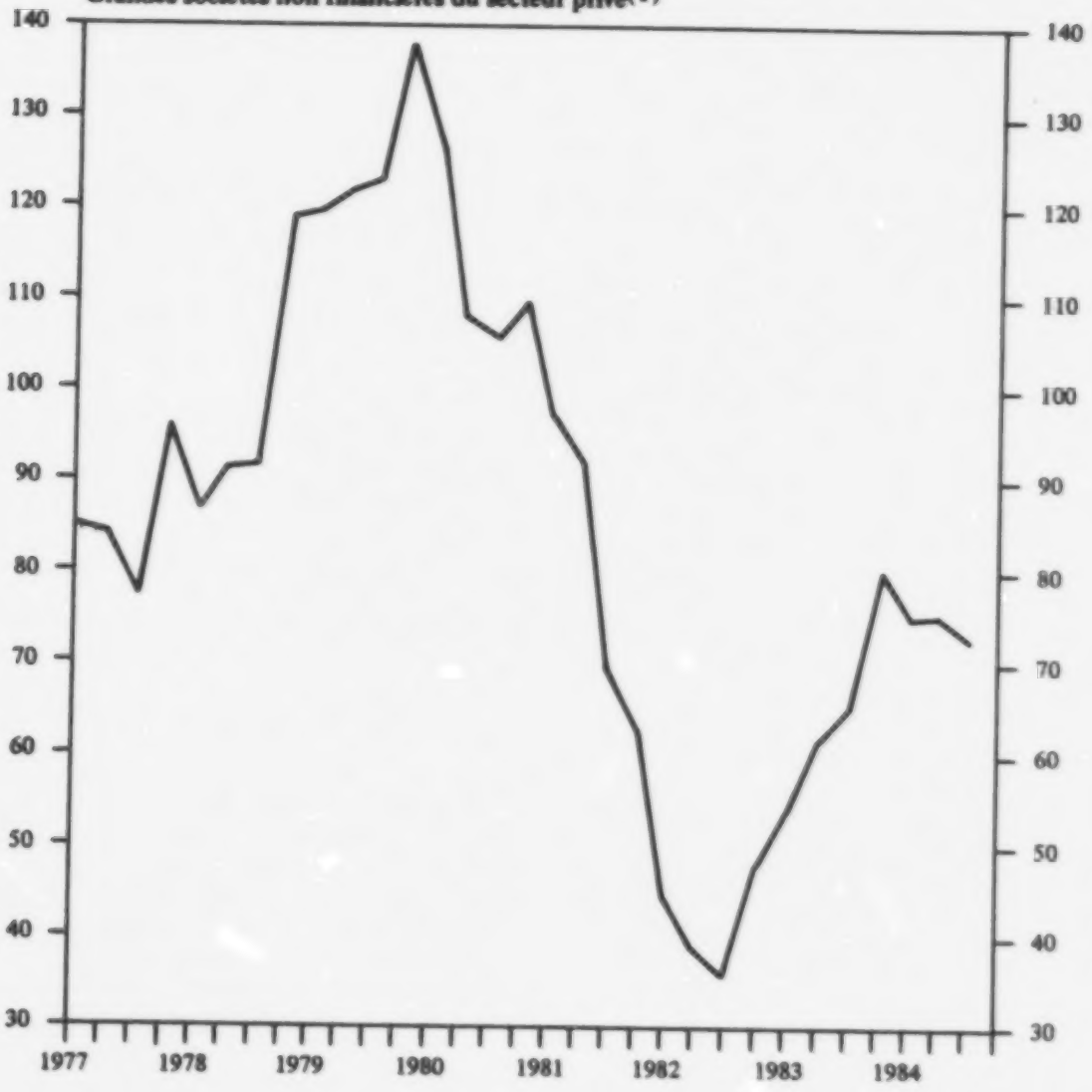
Si l'on compare les branches qui ont rattrapé ou dépassé le rendement des capitaux propres obtenu avant la récession à celles qui ont retrouvé le niveau d'avant la récession pour ce qui est du rapport bénéfices avant intérêts et impôts/actif, il apparaît que les deux groupes sont identiques – encore qu'il ne faille pas oublier que le tableau 2.6 porte uniquement sur les grandes sociétés et le tableau 2.5 sur l'ensemble des sociétés non financières du secteur privé. Dans certains cas, par exemple dans les secteurs des transports, des brasseries, des communications et des services publics d'électricité et d'eau, le redressement du rendement comptable des capitaux propres reflétait le rendement général de l'actif. Dans certains autres secteurs, notamment celui des pipe-lines, le rétablissement du rendement de l'actif ne s'était pas encore reflété au troisième trimestre dans le redressement du rendement des capitaux propres.

---

[1] Statistique Canada met en garde l'utilisateur contre le fait que la proportion plus forte des non-répondants à l'enquête sur le secteur de la construction et de l'immobilier, de même que l'absence de statistiques financières trimestrielles complètes dans ce secteur, rend les données moins fiables dans ce cas que pour les autres secteurs.

Figure 2.6

RENDEMENT DES CAPITAUX PROPRES
(Bénéfices après impôt/avoir des actionnaires)
Grandes sociétés non financières du secteur privé(1)



Indice: 1977-1980 = 100

Note: données désaisonnalisées.

(1)Sociétés ayant un actif de plus de $10 millions.

Source: Statistique Canada, *Sociétés industrielles*, n° de cat. 61-003.

Tableau 2.6

Rendement des capitaux propres[1], troisième trimestre de 1984

	Supérieur à la moyenne d'avant la récession[2]	Égal à la moyenne d'avant la récession[3]	Inférieur à la moyenne d'avant la récession[2]
Nombre d'industries	14	7	26
Pourcentage du total:			
Actif	25	8	67
Bénéfices après impôts	39	10	51
Industries			
Biens durables de consommation	Distributeurs de véhicules automobiles; matériel de transport; commerce de gros de véhicules automobiles et accessoires	Produits électriques; caoutchouc	Meuble
Biens semi-durables de consommation	Vêtement	Cuir	Autre commerce de détail; autre commerce de gros; textile et bonneterie; imprimerie, édition et industries connexes; grands magasins; autres industries manufacturières
Biens non durables de consommation	Brasseries; boissons gazeuses; distilleries	Aliments; commerce de gros des aliments	Magasins d'alimentation; tabac
Industries réglementées	Communications; électricité et eau		Pipe-lines; distribution du gaz
Services	Entreposage; transports	Hôtellerie; autres services	Services à la direction des entreprises
Secteur des ressources	Commerce de gros des dérivés du pétrole		Mines métalliques; combustibles minéraux; autres mines; papier, produits connexes et exploitation forestière; produits du pétrole et du charbon; bois
Biens industriels	Produits minéraux non métalliques	métalliques; industrie	Industrie chimique; machinerie; produits métalliques; industrie métallique primaire; commerce de gros de machines et de matériel
Construction et immobilier	Location		Commerce de gros du bois d'œuvre et des matériaux de construction; aménagement immobilier

(1) Pour les sociétés non financières ayant un actif supérieur à $10 millions; chiffres désaisonnalisés.
(2) De plus de 10 pour cent; moyenne pour 1977-1980.
(3) À 10 pour cent près; moyenne pour 1977-1980.

Coefficients d'endettement[1]

La structure du capital sera étudiée plus à fond au chapitre III. L'exposé qui suit vise à compléter notre tour d'horizon sur la santé financière des sociétés.

Le coefficient d'endettement d'une entreprise indique, entre autres choses, sa vulnérabilité relative aux fluctuations des taux d'intérêt et de la conjoncture économique. Comme une dette constitute une obligation de payer intérêt et principal, peu importe les ressources de l'entreprise, une forte baisse du chiffre d'affaires ou une vive hausse des taux d'intérêt peuvent mettre sérieusement en difficulté une entreprise trop endettée. Ce risque augmente considérablement quand la dette est assortie de taux d'intérêt flottants.

La figure 2.7 présente l'évolution du coefficient d'endettement de l'ensemble des grandes sociétés non financières depuis 1977. Le classement de certaines actions privilégiées dans les capitaux propres ou dans les capitaux d'emprunt ne faisant pas l'unanimité, la figure 2.7 présente aussi le coefficient d'endettement calculé avec les actions privilégiées classées dans les dettes[2]. Après avoir diminué entre 1977 et la fin de 1980, ce coefficient a enregistré une hausse rapide tout au long de 1981 et au premier semestre de 1982 pour atteindre au troisième trimestre de 1982 un niveau dépassant de 30 pour cent sa moyenne d'avant la récession (1977-1980). Cette hausse peut être imputée en grande partie à un recours assez intensif à l'endettement pour financer des acquisitions, notamment dans le secteur des ressources naturelles. Cependant, au troisième trimestre de 1984, le ratio d'endettement de l'ensemble des grandes sociétés non financières était revenu à un niveau dépassant d'un peu moins de 13 pour cent sa valeur moyenne avant la récession. Lorsque les actions privilégiées sont incluses dans la dette, le retour au niveau antérieur à la récession a été plus rapide en 1983 mais plus lent en 1984, en grande partie à cause de l'activité dans le secteur des ressources. Dans les autres industries, ce coefficient était revenu au troisième trimestre au niveau d'avant la récession. Nous reviendrons sur cette évolution au chapitre III.

Le tableau 2.7 présente l'endettement relatif de 47 industries au troisième trimestre de 1984. Trente-deux des 47 branches, représentant 49 pour cent de l'actif total et 49 pour cent de l'endettement total[3], avaient au troisième trimestre un coefficient d'endettement inférieur ou égal au niveau moyen d'avant la récession. Il ressort du tableau que l'excédent du ratio d'endettement au troisième trimestre sur les niveaux d'avant la récession était attribuable en grande partie au secteur des ressources où l'on trouve 6 des 15 branches dont le ratio d'endettement n'était pas encore redescendu à la moyenne d'avant la récession. Le secteur des ressources représentait au troisième trimestre environ 35 pour cent de l'actif total

---

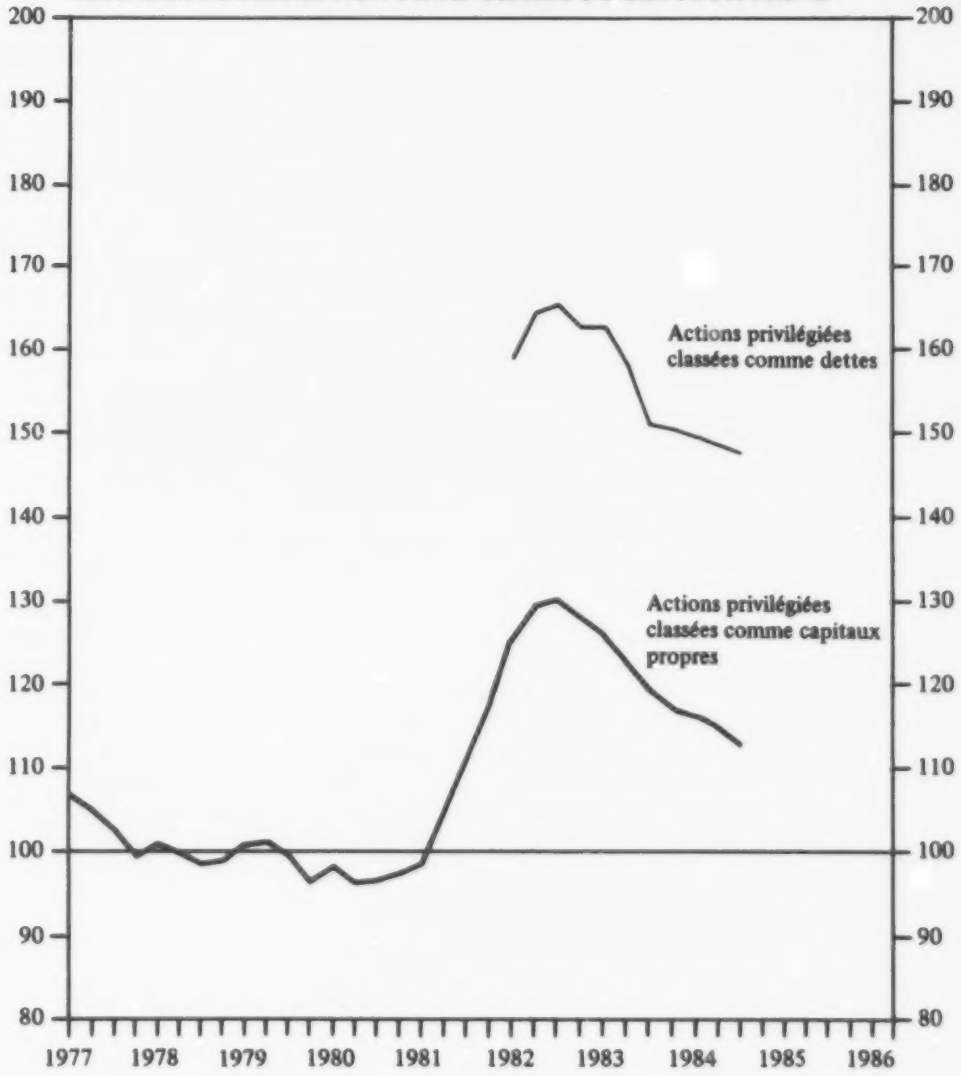
[1] Pour calculer le coefficient d'endettement (dettes/capitaux propres), aussi appelé ratio du passif à l'avoir des actionnaires, nous prenons comme numérateur la somme des prêts bancaires, des prêts accordés par des sociétés affiliées, des obligations, des débentures, des hypothèques et contrats de vente, et de tous les autres prêts et billets. Le dénominateur est constitué par la somme de l'avoir des actionnaires et des impôts différés.

[2] On ne dispose pas de données distinctes sur les actions privilégiées avant 1982.

[3] L'endettement total et l'actif total correspondent aux grandes sociétés ayant un actif de plus de $10 millions.

Figure 2.7

RAPPORT DETTE/CAPITAUX PROPRES
GRANDES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES DU SECTEUR PRIVÉ(1)



Indice: 1977-1980 = 100

(1)Sociétés ayant un actif de plus de $10 millions.

Source: Statistique Canada, *Sociétés industrielles*, nº de cat. 61-003.

Tableau 2.7

Coefficients d'endettement[1], troisième trimestre de 1984

	Inférieur à la moyenne d'avant la récession[2]	Égal à la moyenne d'avant la récession[3]	Inférieur à la moyenne d'avant la récession[2]
Nombre d'industries	20	12	15
Pourcentage du total:			
Actif	27	22	51
Dette	52	22	26
Industries			
Biens durables de consommation	Produits électriques; commerce de gros de véhicules automobiles et accessoires; meuble; caoutchouc; matériel de transport	Distributeurs de véhicules automobiles	
Biens semi-durables de consommation	Cuir; textile et bonneterie; autres industries manufacturières; vêtement	Autre commerce de détail; imprimerie, édition et industries connexes; autre commerce de gros	Grands magasins
Biens non durables de consommation	Tabac; brasseries; commerce de gros des aliments		Boissons gazeuses; distilleries; magasins d'alimentation; aliments
Industries réglementées	Électricité et eau	Pipe-lines; communications; distribution du gaz	
Services	Services à la direction des entreprises; entreposage	Hôtellerie; transports	Autres services
Secteur des ressources	Autres mines		Commerce de gros des dérivés du pétrole; produits du pétrole et du charbon; mines métalliques; papier et produits connexes et exploitation forestière; bois; combustibles minéraux
Biens industriels	Industrie chimique	Commerce de gros de machines; machinerie; produits minéraux non métalliques	Industrie métallique primaire; produits métalliques
Construction et immobilier	Commerce de gros du bois d'œuvre et des matériaux de construction; location		Aménagement immobilier

(1) Pour les sociétés industrielles ayant un actif de plus de $10 millions.
(2) De plus de 10 pour cent; moyenne pour 1977-1980.
(3) À 10 pour cent près; moyenne pour 1977-1980.

des grandes sociétés non financières (actif supérieur à $10 millions). Comme nous l'avons déjà mentionné, l'évolution de la structure du capital du secteur des ressources sera étudiée de manière plus approfondie au chapitre III.

Couverture des intérêts[1]

Le taux de couverture des intérêts, qui représente la capacité d'une entreprise de supporter les intérêts découlant de ses emprunts, a reflété dans une certaine mesure l'évolution du coefficient d'endettement. Cependant, les chiffres relativement médiocres de bénéfices après impôt se sont traduits par une amélioration de la couverture des intérêts beaucoup moins marquée que celle du ratio d'endettement. La figure 2.8 présente l'évolution du taux de couverture des intérêts depuis 1977, tant pour l'ensemble des entreprises non financières du secteur privé que pour les grandes sociétés. Pour ces dernières, la couverture des intérêts a accusé une baisse plus marquée que dans le cas des entreprises moins importantes pendant la récession et n'a pas enregistré un redressement aussi prononcé. La baisse de ce rapport au cours du deuxième et du troisième trimestre s'explique par une forte augmentation des dettes au début de l'année plutôt que par une diminution des recettes disponibles pour payer les intérêts.

On remarque de nouveau que les autres industries se sont mieux comportées que le secteur des ressources. Nous reviendrons sur ce point au chapitre III.

Le tableau 2.8 présente la couverture des intérêts dans 47 industries. La plupart de ces dernières (32 sur 47, représentant 74 pour cent de l'actif total et 69 pour cent des paiements totaux d'intérêt)[2] affichaient au troisième trimestre des taux de couverture des intérêts qui n'étaient pas encore revenus aux niveaux moyens d'avant la récession. Les industries réglementées et les activités de production et de vente de véhicules automobiles ont dominé le groupe des 15 branches dans lesquelles le taux de couverture des intérêts a rattrapé ou dépassé le niveau d'avant la récession. Comme dans le cas des coefficients d'endettement, le secteur des ressources et l'industrie des biens industriels n'étaient pas encore revenus aux niveaux d'avant la récession en ce qui concerne la couverture des intérêts.

Investissements réels

La figure 2.9 présente l'évolution des investissements des entreprises depuis 1977 dans le cas des grandes sociétés non financières, tant en dollars courants qu'après correction de l'inflation.

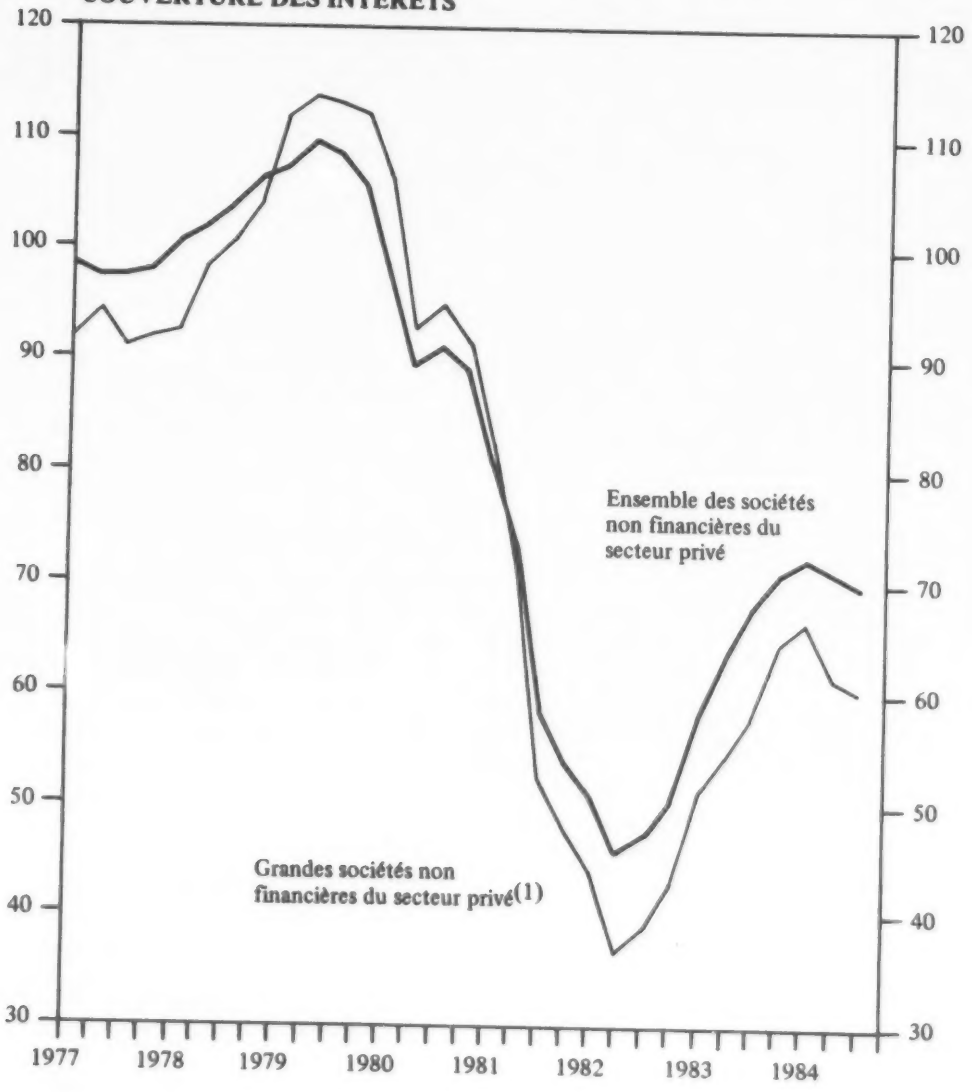
---

[1] La couverture des intérêts est le rapport entre les ressources d'autofinancement disponibles pour le paiement des intérêts et les paiements d'intérêts. Le numérateur est constitué par la somme des résultats nets avant provision pour impôts sur le revenu, de l'amortissement comptable et financier et de l'épuisement, et des paiements d'intérêts.

[2] Les paiements totaux d'intérêt correspondent à l'ensemble des sociétés non financières, mais la répartition de l'actif n'est disponible que pour les grandes entreprises ayant un actif de plus de $10 millions.

Figure 2.8

COUVERTURE DES INTÉRÊTS



Indice: 1977-1980 = 100

Note: données désaisonnalisées

(1)Sociétés ayant un actif de plus de $10 millions.

Source: Statistique Canada, *Sociétés industrielles*, nº de cat. 61-003.

Tableau 2.8

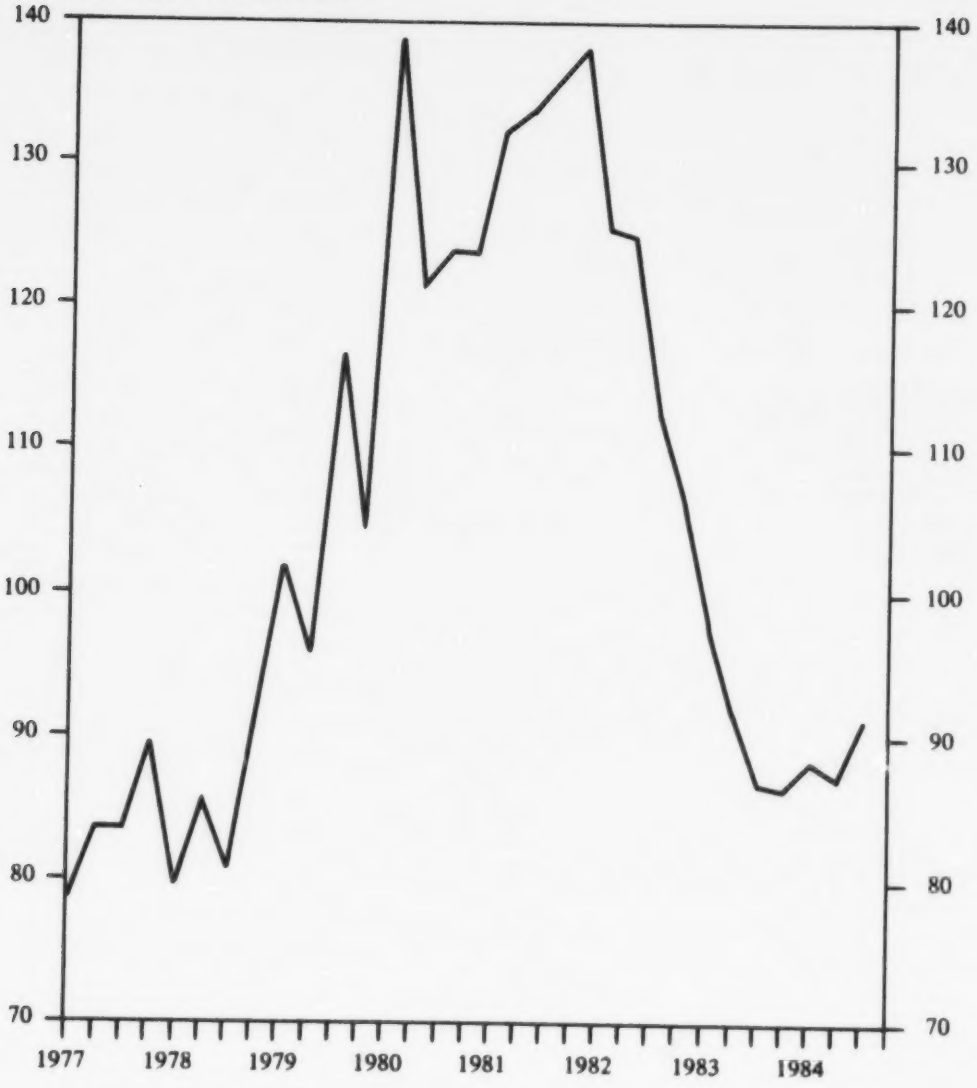
Couverture des intérêts[1], troisième trimestre de 1984

	Supérieure à la moyenne d'avant la récession[2]	Égale à la moyenne d'avant la récession[3]	Inférieure à la moyenne d'avant la récession[2]
Nombre d'industries	7	8	32
Pourcentage du total:			
Actif	9	17	74
Paiements d'intérêt	4	27	69
Industries			
Biens durables de consommation	Produits électriques; matériel de transport; commerce de gros de véhicules automobiles et accessoires; distributeurs de véhicules automobiles		Meuble; caoutchouc
Biens semi-durables de consommation		Vêtement	Grands magasins; autre commerce de détail; cuir; textile et bonneterie; autre commerce de gros; autres industries manufacturières; imprimerie, édition et industries connexes
Biens non durables de consommation	Tabac; brasseries;	Commerce de gros des aliments	Aliments; magasins d'alimentation; distilleries; boissons gazeuses
Industries réglementées		Communications; électricité et eau; distribution du gaz	Pipe-lines
Services	Entreposage	Hôtellerie; autres services	Services à la direction des entreprises; transports
Secteur des ressources			Commerce de gros des dérivés du pétrole; produits du pétrole et du charbon; mines métalliques; autres mines: papier et produits connexes et exploitation forestière; bois; combustibles minéraux
Biens industriels			Produits minéraux non métalliques; industrie chimique; machinerie; commerce de gros de machines; produits métalliques; industrie métallique primaire
Construction et immobilier		Location	Construction; aménagement immobilier; commerce de gros du bois d'œuvre et des matériaux de construction

[1] Pour l'ensemble des sociétés non financières; données désaisonnalisées.
[2] De plus de 10 pour cent; moyenne pour 1977-1980.
[3] À 10 pour cent près; moyenne pour 1977-1980.

Figure 2.9

**INVESTISSEMENTS RÉELS(1)
GRANDES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES
DU SECTEUR PRIVÉ(2)**



Indice: 1977-1980 = 100

Note: données désaisonnalisées.

(1) Investissements corrigés au moyen des indices implicites de prix, pondérés, des investissements des entreprises en construction non résidentielle ainsi qu'en machines et en matériel.

(2) Sociétés ayant un actif de plus de $10 millions.

Source: Statistique Canada, *Sociétés industrielles*, nº de cat. 61-003.

Tableau 2.9

Investissements réels des entreprises[1], troisième trimestre de 1984

	Supérieurs à la moyenne d'avant la récession[2]	Égaux à la moyenne d'avant la récession[3]	Inférieurs à la moyenne d'avant la récession[2]
Nombre d'industries	9	14	24
Pourcentage du total:			
Actif	9	44	47
Investissements	9	48	43
Industries			
Biens durables de consommation	Produits électriques	Commerce de gros de véhicules automobiles et accessoires	Matériel de transport; distributeurs de véhicules automobiles; caoutchouc; meuble
Biens semi-durables de consommation	Autres commerces de détail; cuir; imprimerie, édition et industries connexes; autres industries manufacturières	Grands magasins; vêtement; autre commerce de gros	Textile et bonneterie
Biens non durables de consommation	Tabac; brasseries; magasins d'alimentation	Commerce de gros des aliments	Aliments; distilleries; boissons gazeuses
Industries réglementées		Électricité et eau; distribution du gaz	Communications; pipe-lines
Services	Autres services	Services à la direction des entreprises; hôtellerie; transports	Entreposage
Secteur des ressources		Mines métalliques; combustibles minéraux	Produits du pétrole et et du charbon; commerce de gros des dérivés du pétrole; autres mines; papier et produits connexes et exploitation forestière; bois
Biens industriels		Industrie métallique primaire	Produits minéraux non métalliques; industrie chimique; machinerie; commerce de gros machines; produits métalliques
Construction et immobilier		Location	Commerce de gros du bois d'œuvre et des matériaux de construction; construction; aménagement immobilier

(1) Pour les sociétés industrielles dont l'actif dépasse $10 millions; désaisonnalisées.
(2) De plus de 10 pour cent; moyenne pour 1977-1980.
(3) À 10 pour cent près; moyenne pour 1977-1980.

Au Canada, les grandes sociétés non financières (ayant un actif de plus de $10 millions) ont représenté en moyenne plus de la moitié de l'ensemble des investissements réels des entreprises[1] sur la période 1977-1980. Les sociétés financières, les sociétés d'État, les petites sociétés et les entreprises non constituées en société représentaient le reste. Les investissements réels des grandes sociétés non financières du secteur privé ont accusé une diminution constante par rapport au sommet atteint au troisième trimestre de 1981, de sorte qu'au deuxième trimestre de 1984 ils ne constituaient que 63 pour cent du sommet d'avant la récession ou 87 pour cent de la moyenne de la période 1977-1980. Les investissements réels des grandes entreprises non financières du secteur privé se sont améliorés au troisième trimestre de 1984, représentant alors 91 pour cent de la moyenne de 1977-1980.

Le tableau 2.9 présente la situation relative des investissements réels dans 47 industries. Environ la moitié des 47 branches (24 sur 47, représentant 47 pour cent de l'actif total et 43 pour cent des investissements[2]) affichaient au troisième trimestre de 1984 des investissements réels inférieurs à la moyenne d'avant la récession (calculée de 1977 à 1980). Cette faiblesse des investissements réels, bien qu'assez généralisée, a touché surtout le secteur des ressources et les entreprises produisant ou vendant des biens industriels.

D. Résumé

Les observations relatives à la situation financière des entreprises non financières sont résumées, secteur par secteur, au tableau 2.10. Un astérisque indique les domaines où une branche a égalé ou dépassé les niveaux d'avant la récession.

Le redressement a été inégal depuis la récession de 1982. Au troisième trimestre de 1984, les branches travaillant pour le marché de la consommation et les industries réglementées avaient plus ou moins rattrapé les niveaux antérieurs à la récession, tandis que le secteur des ressources, la production de biens industriels et les secteurs de la construction et de l'immobilier restaient nettement en deçà des résultats enregistrés avant la récession, et ce sur plusieurs plans. En outre, les progrès ont été moins marqués pour les grandes sociétés que pour les entreprises non financières relativement petites du secteur privé.

On note aussi que le rétablissement du chiffre d'affaires réel et des marges d'exploitation ne s'est pas fait sentir au niveau de la rentabilité. La faiblesse de cette dernière et l'augmentation récente du financement par l'emprunt se reflètent dans le rétablissement limité du taux de couverture des intérêts; ce dernier restant à un niveau relativement bas bien que le coefficient d'endettement ait enregistré une amélioration régulière, en particulier dans les industries autres que le secteur des ressources. Enfin, le redressement des investissements réels s'est amorcé dans les grandes entreprises non financières au troisième trimestre de 1984.

Ce tableau général de la situation financière actuelle des sociétés non financières au Canada sert de toile de fond à l'étude de la structure du capital qui fait l'objet du chapitre III.

---

[1] La définition des investissements des entreprises figurant dans la publication *Sociétés industrielles* (n° de cat. 61-003), à partir de laquelle est établie la figure 2.9, diffère de l'ensemble des investissements des entreprises figurant dans les *Comptes nationaux des revenus et des dépenses*; elle comprend en effet l'achat de terrains ainsi que d'éléments d'actif neufs et d'occasion, tandis que les Comptes nationaux ne retiennent que l'achat d'éléments d'actif neufs.

[2] Les investissements et l'actif total correspondent aux grandes sociétés ayant un actif de plus de $10 millions.

Tableau 2.10

Indicateurs financiers ayant rattrapé ou dépassé[1] les niveaux d'avant la récession au troisième trimestre de 1984

Industrie	Indicateur							
	Chiffre d'affaires réel	Marges d'exploitation	Rendement de l'actif	Bénéfices réels	Rendement des capitaux propres	Ratio d'endettement	Couverture des intérêts	Investissements réels
Biens durables de consommation								
Produits électriques	•	•	•	•	•	•	•	•
C. de gros des véhicules aut.	•	•	•	•	•	•	•	•
Mat. de transport	•	•	•	•	•	•	•	
Distribution de véhicules aut.	•		•	•	•	•	•	
Caoutchouc	•	•	•	•	•	•		
Meuble		•	•			•		
Biens non durables de consommation								
Brasseries	•	•	•	•	•	•	•	•
Commerce de gros des aliments	•	•	•	•	•	•	•	•
Tabac	•	•	•	•		•	•	•
Boissons gazeuses	•		•	•	•			
Distilleries	•	•	•	•	•			
Aliments	•	•	•		•			
Magasins d'alimentation	•	•						•
Industries réglementées								
Électricité et eau	•	•	•	•	•	•	•	•
Communications	•	•	•	•	•	•	•	
Distribution du gaz	•			•		•	•	•
Pipe-lines	•	•	•			•		
Services								
Entreposage	•		•	•	•	•	•	
Hôtellerie	•		•		•	•	•	•
Autres services	•	•	•		•		•	•
Transports	•		•		•	•		•
Services à la dir. des entreprises						•		•
Biens semi-durables de consommation								
Cuir	•	•	•		•	•		•
Autres industries manufacturières	•	•	•	•		•		•
Vêtement			•		•	•	•	•
Autre commerce de détail	•	•		•		•		•
Autre commerce de gros	•	•				•		•
Imprimerie, édition et industries connexes	•	•				•		•
Textile et bonneterie	•					•		
Grands magasins	•							•
Secteur des ressources								
C. de gros des dérivés du pétrole	•	•	•	•	•			
Produits du pétrole et du charbon	•	•	•					
Combustibles minéraux	•	•						•
Mines métalliques	•							•

Tableau 2.10 (Suite)

Indicateurs financiers ayant rattrapé ou dépassé[1] les niveaux d'avant la récession au troisième trimestre de 1984

Industrie	Indicateur							
	Chiffre d'affaires réel	Marges d'exploitation	Rendement de l'actif	Bénéfices réels	Rendement des capitaux propres	Ratio d'endettement	Couverture des intérêts	Investissements réels
Papier, prod. connexes et expl. forestière	•	•						
Autres mines						•		
Bois	•							
Construction et immobilier								
Location	•	•	•		•	•	•	•
Construction		•	•			•		
C. de gros du bois d'œuvre et des mat. de constr.						•		
Aménagement immobilier								
Biens industriels								
Prod. min. non métalliques		•	•	•	•	•		
Ind. chimique	•		•	•		•		
Machinerie	•					•		
Ind. métal. primaire	•							•
C. de gros de machines						•		
Produits métalliques		•						
Total	37	28	28	20	21	32	15	23

[1] C'est-à-dire ayant atteint 90 pour cent ou plus du niveau d'avant la récession, pour tous les indicateurs sauf le coefficient d'endettement, pour lequel la référence est de 110 pour cent ou moins du niveau d'avant la récession.

III. Structure du capital: examen approfondi

A. Introduction

Pour faire suite à l'exposé précédent, ce chapitre examine plus à fond la structure du capital[1] et la couverture des intérêts des sociétés non financières du secteur privé au Canada, pour permettre d'évaluer la capacité des entreprises d'entreprendre les investissements nécessaires à la croissance économique et à la création d'emplois nouveaux.

Nous étudierons dans l'ordre: l'évolution à long terme de l'endettement relatif; la composition récente des capitaux d'emprunt et des capitaux propres; l'évolution des ratios d'endettement et de couverture des intérêts, qui fera l'objet d'une étude détaillée par industrie; et les résultats comparatifs des sociétés contrôlées par des Canadiens et par l'étranger au Canada.

B. Évolution à long terme de la structure du capital

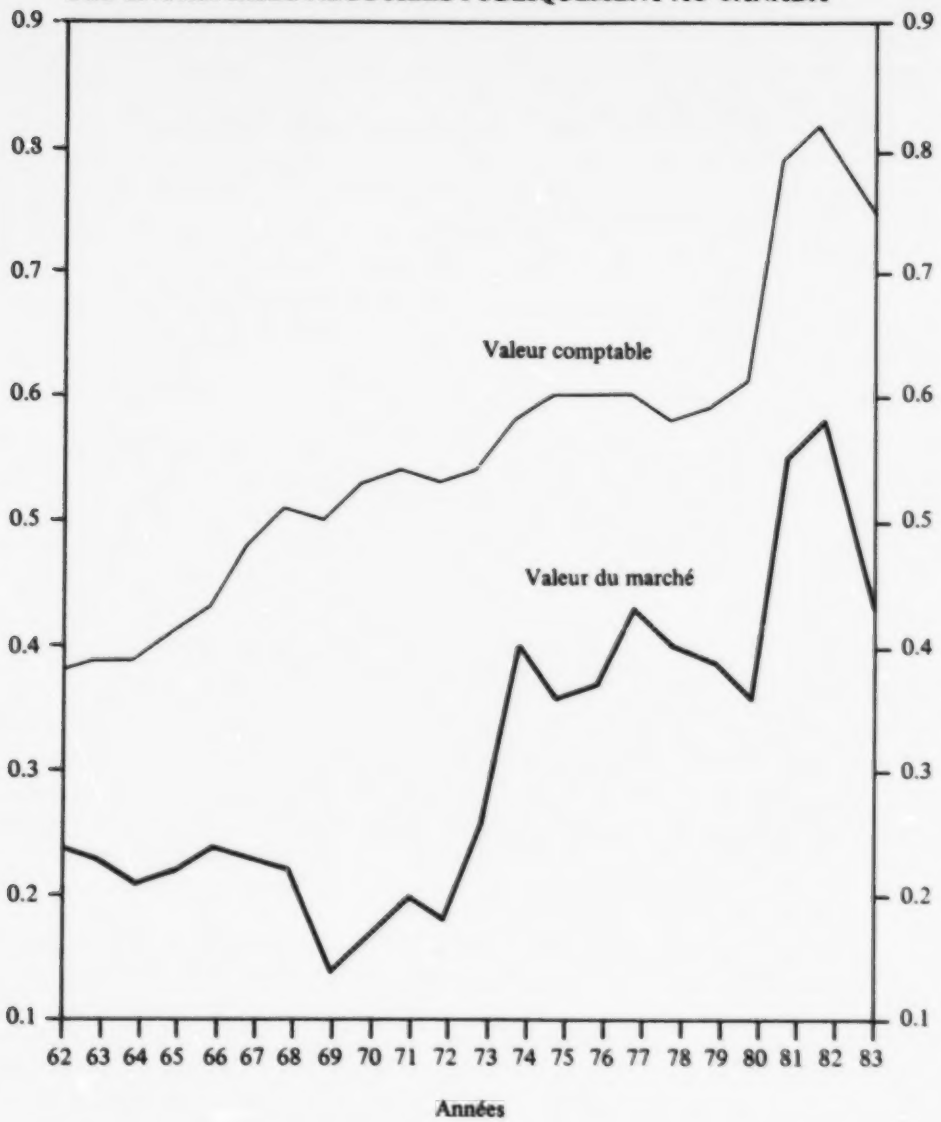
Les capitaux d'emprunt ont sensiblement augmenté depuis 20 ans dans la structure du capital des sociétés non financières dont les titres sont négociés publiquement au Canada. On le constate peu importe qu'on se serve des valeurs comptables ou des valeurs marchandes des titres de créance et des actions pour effectuer ces calculs, comme l'indique la figure 3.1. Si l'on compare la valeur moyenne de 1977 à 1980 aux chiffres moyens de 1962 à 1965, on voit que l'endettement relatif a augmenté d'environ 50 pour cent en valeur comptable et d'à peu près 75 pour cent en valeur marchande. Des recherches plus approfondies révèlent que cette tendance à long terme à la hausse du coefficient d'endettement se manifeste dans à peu près toutes les branches représentées dans l'échantillon des entreprises négociées publiquement – les deux exceptions étant les pipe-lines et les services d'utilité publique, où les ratios d'endettement ont diminué à long terme. La forte hausse de l'endettement relatif après 1980 a reflété l'intensité des acquisitions financées par l'emprunt en 1981 de même que la chute des ressources d'autofinancement, qui entrent dans l'avoir des actionnaires, à cause de la faiblesse des bénéfices en 1982. Si le coefficient global d'endettement calculé en valeur comptable a amorcé une diminution modérée en 1983, le ratio calculé à l'aide des valeurs marchandes a accusé une forte baisse à cause de l'augmentation appréciable du cours de la plupart des actions cette année-là.

---

[1] Sauf indication contraire, on entend ici par *structure du capital* le cœfficient d'endettement (rapport dette/capitaux propres ou passif/avoir des actionnaires) décrit dans la note (1) à la page 22.

Figure 3.1

TENDANCE À LONG TERME DU RAPPORT DETTE/CAPITAUX PROPRES DES ENTREPRISES NÉGOCIÉES PUBLIQUEMENT AU CANADA



Source: base de données du *Financial Post.*

C. Composition récente des capitaux d'emprunt et des capitaux propres

La structure du capital d'une entreprise, reflétée dans son endettement relatif, détermine de façon cruciale sa vulnérabilité financière. Un élément connexe est évidemment la nature des dettes et des capitaux propres de l'entreprise. Par exemple, la vulnérabilité d'une société aux fluctuations de taux d'intérêt est déterminée par la structure des échéances de son passif et, dans certains cas, de ses actions. Les emprunts à taux variable jouent maintenant un rôle beaucoup plus important qu'avant la récession.

Le tableau 3.1 montre comment la composition des capitaux d'emprunt et des capitaux propres a évolué, du début de la récession de 1982 jusqu'à l'heure actuelle, dans les grandes sociétés non financières du secteur privé. Comme l'indiquait le chapitre précédent, le coefficient d'endettement de ces sociétés a culminé au troisième trimestre de 1982, dépassant alors d'environ 30 pour cent la moyenne des années 1977-1980; il est redescendu depuis à un niveau qui dépasse d'un peu moins de 13 pour cent la valeur moyenne d'avant la récession. D'après le tableau 3.1, il semble que les prêts bancaires, tant à court qu'à long terme, représentent la majeure partie de l'augmentation relative de la dette entre les années ayant précédé la récession et le plus bas niveau atteint en 1982. Pendant la même période, la baisse des bénéfices non répartis a été en quasi-totalité à l'origine de la diminution des capitaux propres dans la structure globale du passif, les autres éléments de capitaux propres demeurant relativement constants.

Le rétablissement de la structure du capital observé jusqu'au troisième trimestre de 1984 n'a cependant pas été exactement l'inverse de l'évolution qui avait conduit précédemment à sa détérioration. Les prêts bancaires à court terme représentent actuellement une proportion plus faible du capital total qu'avant la récession, mais les financements bancaires à moyen et long terme restent élevés. Par ailleurs, ce sont les financements obtenus par l'émission d'actions ordinaires et, dans une moindre mesure, d'actions privilégiées qui ont été la principale source d'amélioration des capitaux propres. Les bénéfices non répartis n'ont pas retrouvé l'importance relative qu'ils avaient avant la récession.

La figure 3.2 illustre l'importance croissante des prêts bancaires augmentés des autres dettes à court terme[1] en proportion de l'endettement total depuis 1977. Ces éléments de passif à taux d'intérêt variable sont passés de 36 pour cent de la dette totale en 1977 à 45 pour cent au troisième trimestre de 1984.

Question connexe: le classement des actions privilégiées

Au chapitre II, les actions privilégiées étaient comprises dans l'avoir des actionnaires ou capitaux propres; cependant, depuis trois ou quatre ans, certaines des actions privilégiées émises présentent diverses caractéristiques qui tendent à les apparenter à des dettes (p. ex. dividendes à taux variable, échéance fixe et

[1] Non compris les dettes à long terme venant à échéance dans l'année.

Tableau 3.1

Composition du capital des grandes sociétés non financières du secteur privé

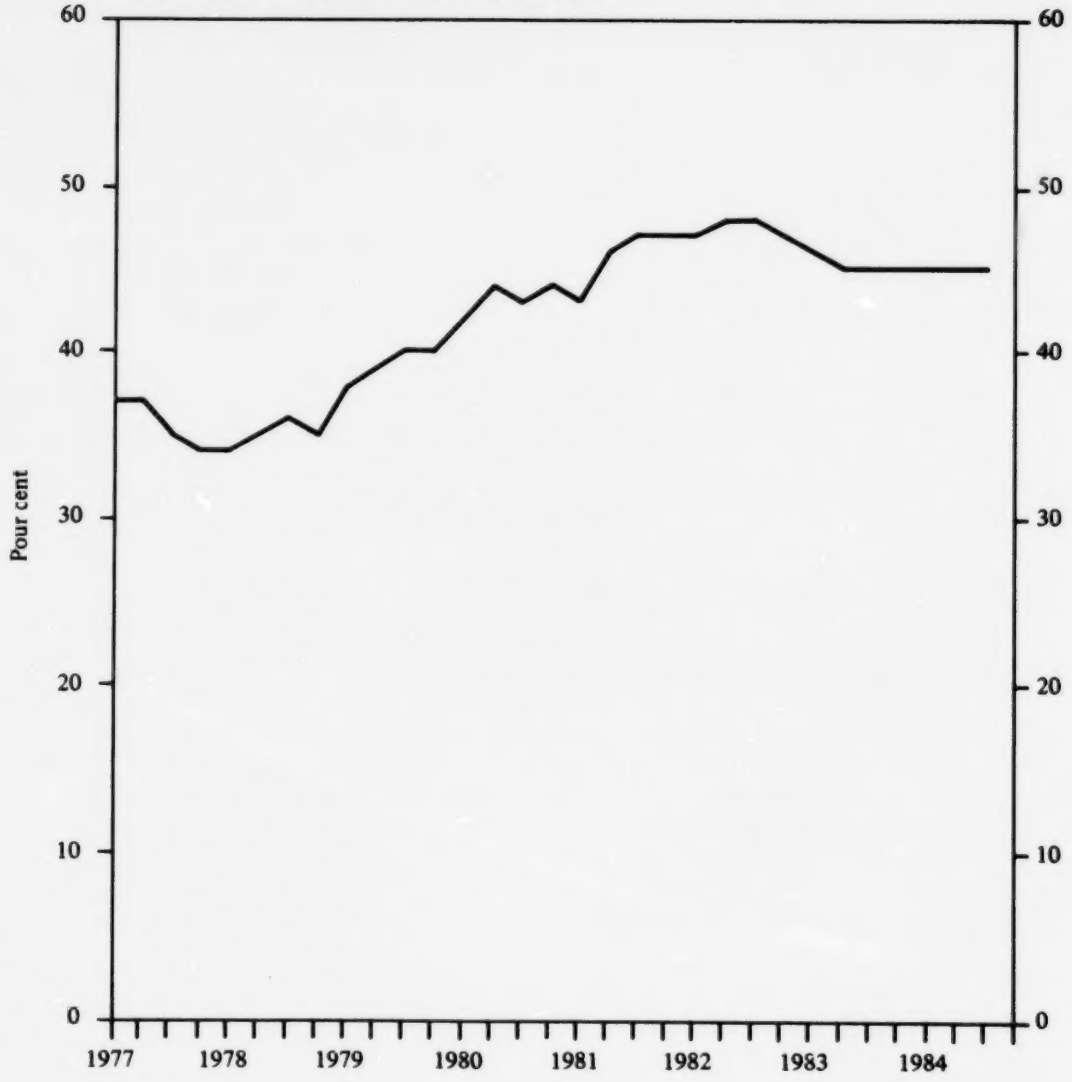
	Moyenne 1977-80	3e trimestre 1982	3e trimestre 1984
	(%)	(%)	(%)
Emprunts bancaires	5.8	7.0	5.3
Emprunts à court terme de sociétés affiliées[1]	1.7	1.5	1.6
Autres billets à court terme	2.3	2.2	2.1
Dettes à long terme venant à échéance[2]	1.1	1.9	2.3
Total partiel (dette à court terme)	(10.8)	(12.6)	(11.3)
Obligations, débentures, obligations échéant par tranches	14.2	11.6	11.3
Hypothèques et contrats de vente	0.9	0.8	0.8
Emprunts à long terme de sociétés affiliées[1]	5.7	6.1	5.4
Emprunts bancaires à long terme	4.6	10.4	9.2
Autres dettes à long terme[3]	2.5	4.4	4.6
Dettes à long terme venant à échéance[2]	-1.1	-1.9	-2.3
Total partiel (dettes à long terme)	(26.6)	(31.2)	(29.1)
Capital-actions	17.5	17.2	20.1
Bénéfices non répartis	33.7	27.8	28.1
Surplus d'apport	2.9	2.8	2.9
Impôts directs différés	8.4	8.3	8.5
Autres[4]	0.2	0.2	0.1
Total partiel (capitaux propres ou avoir des actionnaires)	62.6	56.2	59.7
Capital total	100.0	100.0	100.0

[1] Auprès de sociétés affiliées, d'administrateurs et d'actionnaires.
[2] Exigibles dans l'année.
[3] Ne comprend que les ⅔ des autres dettes à long terme. Statistique Canada inclut actuellement dans cette catégorie les bénéfices différés, les autres éléments de passif à long terme et les gains ou pertes non réalisés sur les opérations de change, ainsi que les autres dettes portant intérêt. Les éléments qui ne constituent pas véritablement des dettes représentent environ 25 à 40 pour cent du poste «Autres dettes à long terme».
[4] Excédent de la valeur estimée des immobilisations.

Source: Statistique Canada, *sociétés industrielles*, n° de cat. 61-003.

Figure 3.2

PROPORTION DES DETTES À TAUX VARIABLE(1) DANS L'ENDETTEMENT TOTAL DES GRANDES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES DU SECTEUR PRIVÉ



Source: Statistique Canada, *Sociétés industrielles*, nº de cat. 61-003.

(1) Dettes à court terme plus prêts bancaires; sociétés ayant un actif de plus de $10 millions.

faculté de retrait). La valeur totale des actions privilégiées à la fin du troisième trimestre de 1984 s'élevait à $19 milliards, soit environ 6 pour cent du capital investi des grandes sociétés non financières du secteur privé. On ne sait malheureusement pas quelle proportion de ce total est assortie de termes fixes. Aussi ne peut-on répartir l'ensemble des actions privilégiées entre celles qui se rapprochent des capitaux propres et celles qui s'apparentent à des capitaux d'emprunt.

En raison de limitations relatives aux données, nous n'avons pu remonter que jusqu'en 1982 pour établir les coefficients d'endettement à la figure 2.7 du chapitre II où les actions privilégiées étaient classées soit comme des dettes, soit comme des capitaux propres. Il est cependant possible d'examiner la répartition des nouveaux capitaux propres obtenus en termes nets par l'ensemble des sociétés non financières (secteurs public et privé) sur les marchés de capitaux entre les actions ordinaires et privilégiées depuis 1971. La figure 3.3 révèle que les actions privilégiées viennent s'ajouter actuellement au capital des sociétés non financières dans la même mesure que les actions ordinaires; cette constatation est conforme aux observations faites avant la récession, abstraction faite de l'évolution anormale enregistrée en 1977 et 1978, quand les banques à charte avaient acquis de forts volumes d'actions privilégiées à terme et à taux flottant, et à l'exclusion de 1983, année durant laquelle les émissions d'actions ordinaires ont atteint un niveau record.

D. Endettement relatif et couverture des intérêts par industrie

Nous étudierons ici de plus près l'évolution des coefficients d'endettement et de couverture des intérêts en nous penchant d'abord sur les différences existant entre le secteur des ressources et les autres industries, puis en examinant chacune des industries du secteur des ressources.

Secteur des ressources comparé aux autres secteurs

De 1978 à la fin de 1983, le secteur des sociétés non financières s'est procuré pour $138 milliards de financements externes. Comme le montre le tableau 3.2, le secteur des ressources[1], et en particulier celui des hydrocarbures[2], a représenté une proportion appréciable de ces financements. On notera également qu'environ 63 pour cent des capitaux extérieurs obtenus par l'industrie pétrolière et gazière l'ont été sous forme d'emprunts.

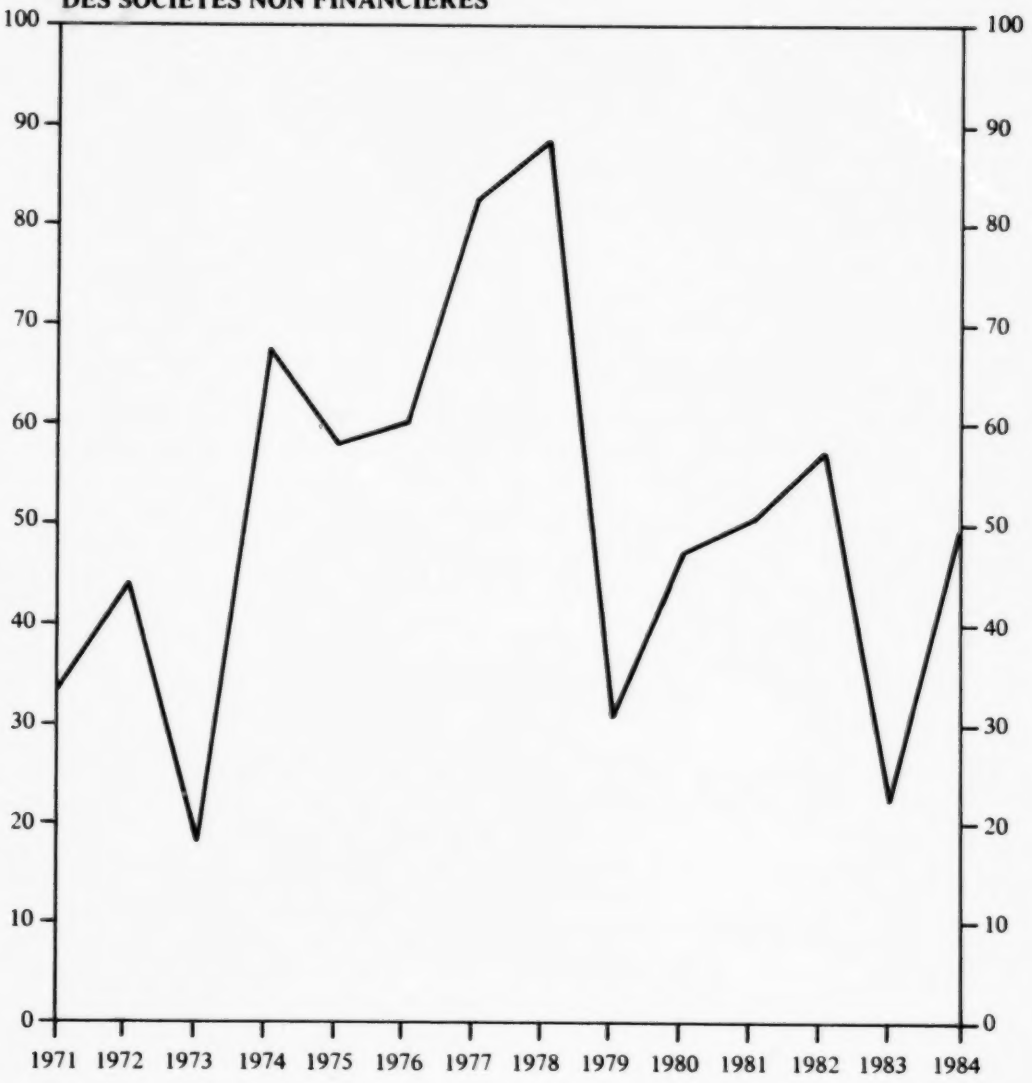
---

[1] Le secteur des ressources comprend les branches suivantes: combustibles minéraux, produits du pétrole et du charbon, mines métalliques, autres mines, papier et produits connexes et exploitation forestière, bois; Statistique Canada, *Sociétés industrielles*, nº de cat. 61-003.

[2] Le secteur des hydrocarbures comprend les branches suivantes: combustibles minéraux et produits du pétrole et du charbon.

Figure 3.3

ACTIONS PRIVILÉGIÉES EN POURCENTAGE DES AUGMENTATIONS NETTES DE CAPITAL DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES



Source: estimation de la Banque du Canada.

Tableau 3.2

Financement externe
Secteurs des ressources et des hydrocarbures
(grandes sociétés non financières)

	1978-1981	1981	1982	1983
Ensemble des sociétés industrielles				
Fin. externe ($milliards)	107	40	20	11
dont:				
Emprunts ($milliards)	59	28	13	-1
Emprunts en % du total	(55.1)	(70.0)	(65.0)	(-9.1)
Secteur des ressources				
Fin. externe ($milliards)	42	19	14	5
dont:				
Emprunts ($milliards)	24	15	10	1
Emprunts en % du total	(57.1)	(78.9)	(71.4)	(20.0)
Secteur des hydrocarbures				
Fin. externe ($milliards)	29	13	10	2
dont:				
Emprunts (milliards)	17	10	7	0
Emprunts en % du total	(58.6)	(76.9)	(70.0)	(-)

Ces activités de financement ont exercé, sur les coefficients d'endettement du secteur des ressources et des autres secteurs, les effets illustrés à la figure 3.4. Au troisième trimestre de 1984, le ratio d'endettement de l'ensemble des industries autres que le secteur des ressources était revenu au niveau moyen d'avant la récession, tandis que dans le secteur des ressources il restait d'environ 50 pour cent supérieur au niveau observé en moyenne entre 1977 et 1980.

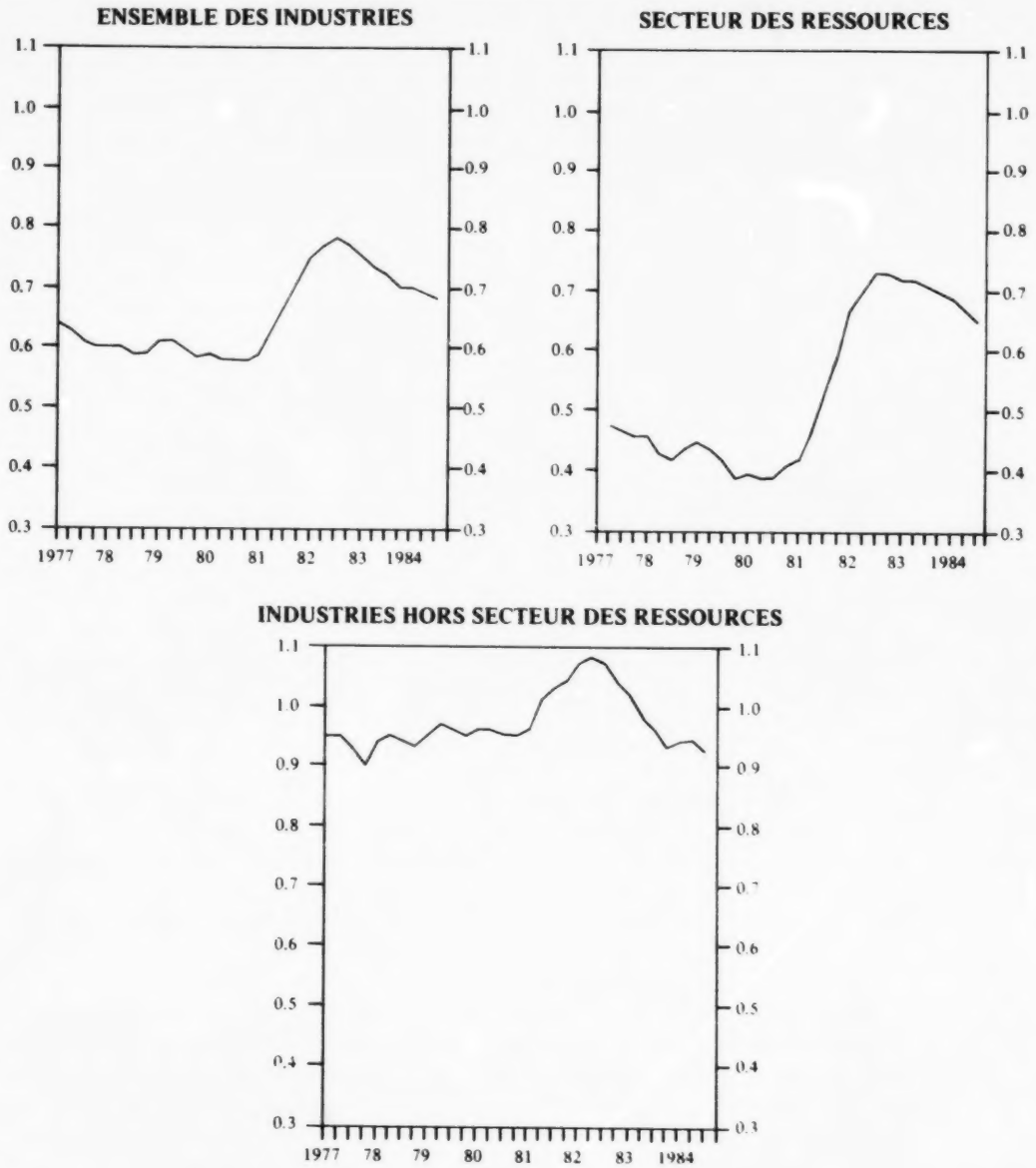
L'importance du secteur des ressources dans les financements externes obtenus apparaît également dans le fait que ce secteur représentait, de 1977 à 1980, en moyenne 31 pour cent de l'endettement total des grandes sociétés non financières du secteur privé. Cependant, au quatrième trimestre de 1981, cette proportion était passée à 37 pour cent, avant de monter à 43 pour cent pour l'ensemble de l'année 1982, niveau auquel il est plus ou moins resté jusqu'au troisième trimestre.

Le taux de couverture des intérêts[1] calculé pour les mêmes secteurs reflète les observations formulées à propos de la structure du capital.

[1] Le taux de couverture des intérêts est le rapport entre les ressources d'autofinancement disponibles pour le paiement des intérêts et les paiements d'intérêts. Le numérateur se compose de la somme des bénéfices nets avant provision pour impôts sur le revenu, de l'amortissement comptable et financier et de l'épuisement, et des paiements d'intérêts.

Figure 3.4

RAPPORTS DETTE/CAPITAUX PROPRES DANS LE SECTEUR DES RESSOURCES ET LES AUTRES INDUSTRIES: GRANDES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES DU SECTEUR PRIVÉ(1)



(1)Sociétés ayant un actif de plus de $10 millions.

Source: Statistique Canada, *Sociétés industrielles*, nº de cat. 61-003.

La figure 3.5 montre les variations du taux global de couverture des intérêts des sociétés non financières, sous la double influence d'un endettement relativement élevé et d'un rétablissement partiel des bénéfices. Le secteur des ressources avait encore au troisième trimestre un taux de couverture des intérêts extrêmement faible par comparaison avec la période 1977-1980. Dans les autres industries, ce taux était revenu beaucoup plus près des niveaux d'avant la récession. Cependant, à la différence de ce qu'on a observé pour les coefficients d'endettement, le secteur des ressources n'avait pas encore récupéré le niveau d'avant la récession en ce qui concerne la couverture des intérêts, à cause des taux d'intérêt relativement élevés et d'une reprise lente des bénéfices.

En résumé, l'amélioration marquée depuis la récession par la structure du capital et la couverture des intérêts des grandes sociétés non financières résulte d'un redressement de la rentabilité et de l'obtention de nouveaux capitaux propres à l'extérieur. Cependant, comme l'indiquent les figures 3 4 et 3.5, il reste encore du chemin à faire, au moins dans le secteur des ressources, pour récupérer le terrain perdu pendant la récession. De plus, même quand on aura rattrapé les niveaux antérieurs à la récession, on peut se demander si cela représentera ou non un capital «suffisant» pour l'industrie canadienne.

Il faut également se rappeler que, même si les secteurs autres que celui des ressources paraissent dans l'ensemble avoir rattrapé les niveaux d'avant la récession, certains d'entre eux continuent de souffrir d'un endettement élevé et d'un taux insuffisant de couverture des intérêts.

Le reste de la section porte sur l'évolution observée dans les diverses branches du secteur des ressources[2].

Industrie forestière

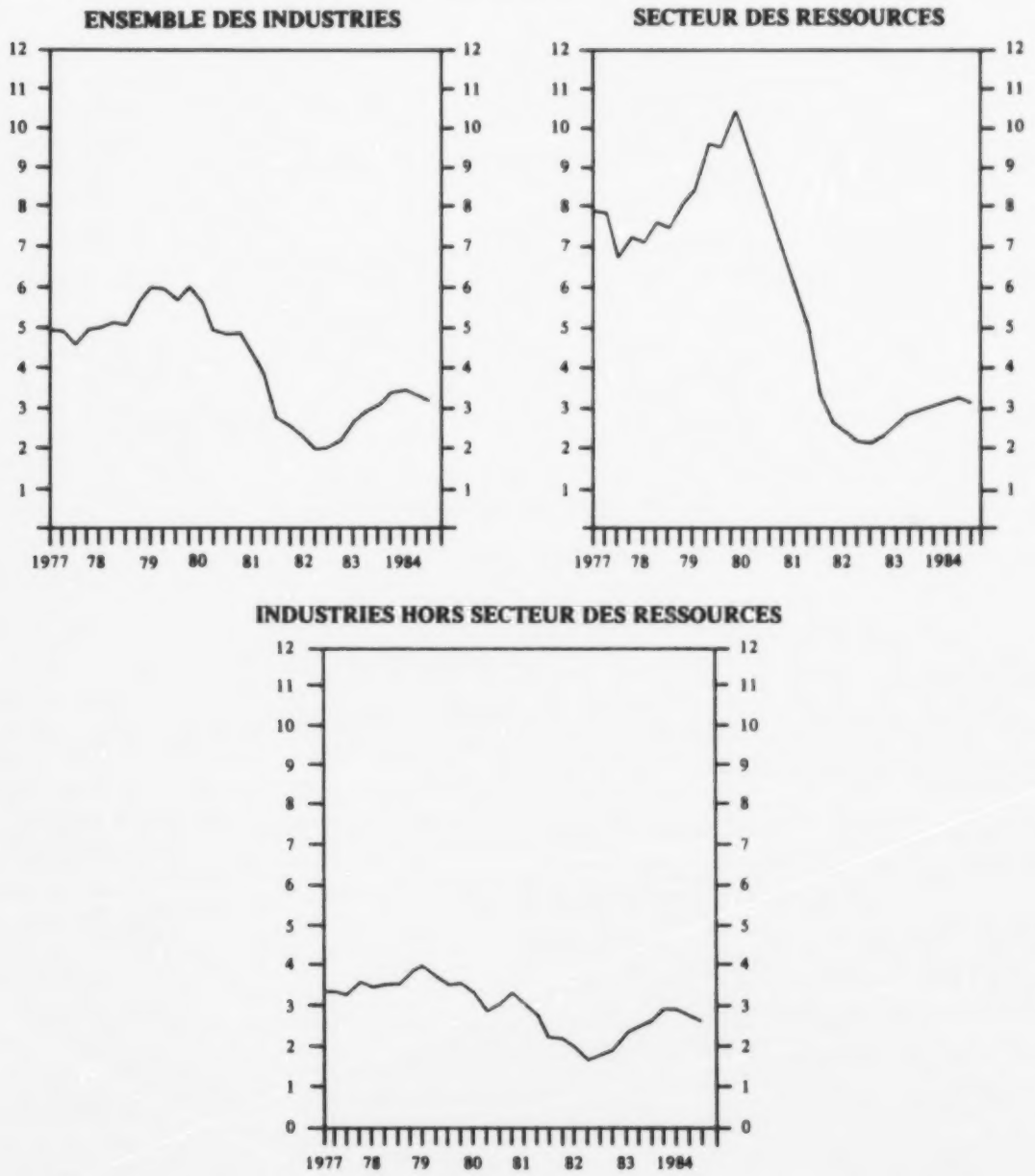
La figure 3.6 présente les résultats enregistrés depuis 1977 par l'industrie du papier, des produits connexes et de l'exploitation forestière et par l'industrie du bois sur le plan de l'endettement relatif et de la couverture des intérêts. **L'industrie du papier, des produits connexes et de l'exploitation forestière** représente environ 5.4 pour cent de l'actif total des grandes sociétés non financières du secteur privé et approximativement 15 pour cent de l'actif du secteur des ressources. Au troisième trimestre de 1984, son ratio d'endettement restait d'à peu près 32 pour cent supérieur au niveau moyen d'avant la récession (1977 à 1980). Cette persistance d'un endettement élevé reflète la forte augmentation des investissements fixes financés par l'emprunt depuis la fin de 1981. La couverture des intérêts restait faible, à environ 50 pour cent du niveau d'avant la récession. Les paiements d'intérêts continuaient d'absorber une forte proportion des bénéfices des sociétés de pâtes et papiers, bien que l'amélioration de la rentabilité, l'importance des nouveaux capitaux propres obtenus et la stabilisation de l'endettement aient permis d'améliorer régulièrement les ratios d'endettement et de couverture des intérêts en 1984.

---

[2] Les branches étudiées sont conformes aux définitions données par Statistique Canada dans *Sociétés industrielles*, n° de cat. 61-003.

Figure 3.5

COUVERTURE DES INTÉRÊTS DANS LE SECTEUR DES RESSOURCES ET LES AUTRES INDUSTRIES: GRANDES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES DU SECTEUR PRIVÉ(1)



(1)Sociétés ayant un actif de plus de $10 millions.

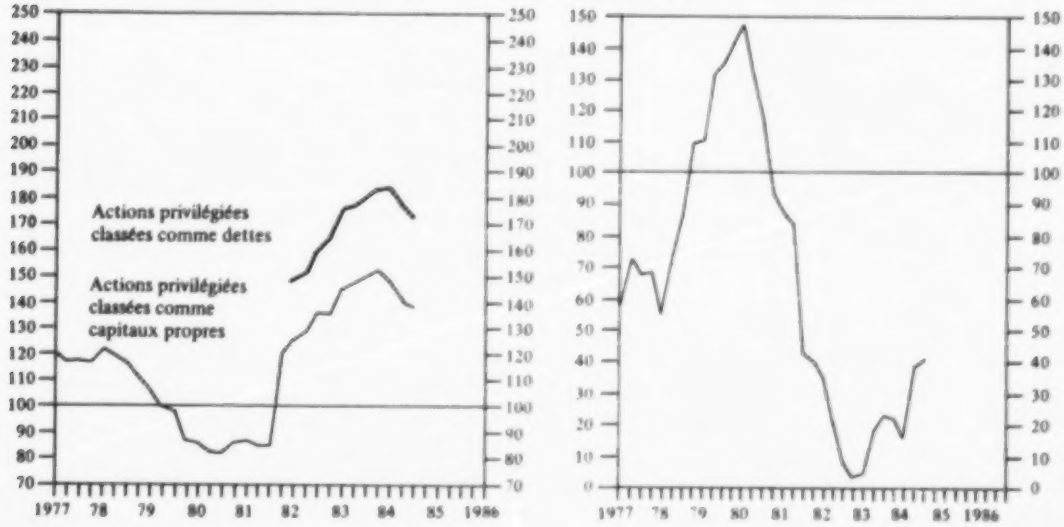
Source: Statistique Canada, *Sociétés industrielles*, nº de cat. 61-003.

Figure 3.6

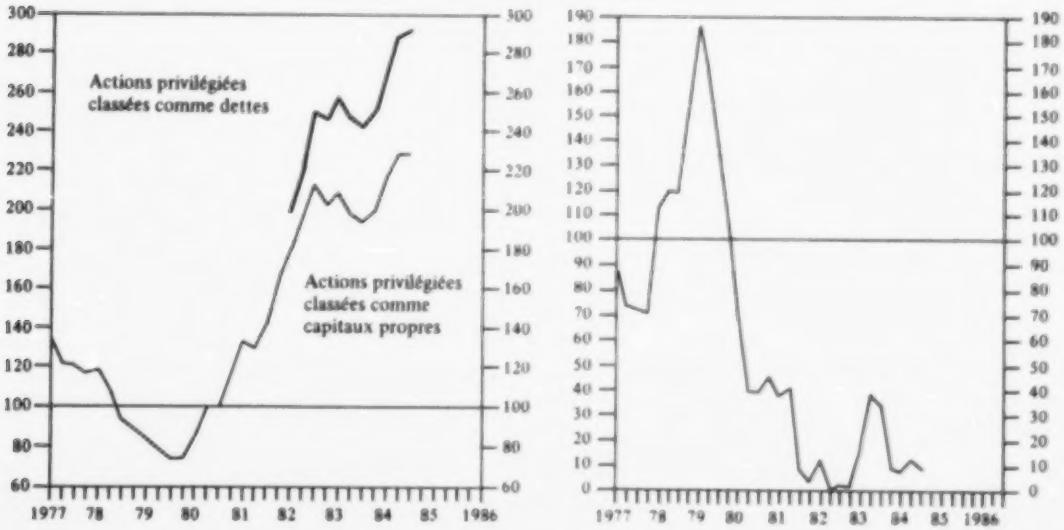
STRUCTURE DU CAPITAL ET COUVERTURE DES INTÉRÊTS DANS LES GRANDES SOCIÉTÉS DE L'INDUSTRIE FORESTIÈRE(1)

DETTE/CAPITAUX PROPRES | **COUVERTURE DES INTÉRÊTS**

PAPIER ET PRODUITS CONNEXES



INDUSTRIE DU BOIS



Indice: 1977-1980 = 100

(1) Sociétés ayant un actif de plus de $10 millions.

Source: Statistique Canada, *Sociétés industrielles*, nº de cat. 61-003.

L'**industrie du bois** représente environ 1.1 pour cent de l'actif des grandes sociétés non financières du secteur privé et à peu près 4 pour cent de l'actif du secteur des ressources. Son coefficient d'endettement et son taux de couverture des intérêts ne s'étaient pas encore entièrement rétablis au troisième trimestre du fait que l'industrie du bois d'œuvre n'avait pas encore récupéré le terrain perdu pendant la récession. De plus, si les actions privilégiées sont classées parmi les dettes plutôt que les capitaux propres, la détérioration du ratio d'endettement observée depuis 1983 est encore plus prononcée.

Industrie minière

La figure 3.7 illustre l'évolution des ratios d'endettement et de couverture des intérêts des grandes sociétés dans les mines métalliques et les autres mines (amiante, etc.).

Les **mines métalliques** représentent 6.3 pour cent de l'actif des grandes sociétés non financières du secteur privé et environ 18 pour cent de l'actif des grandes sociétés du secteur des ressources. Malgré une faible rentabilité, elles ont légèrement amélioré leur coefficient d'endettement en date du troisième trimestre de 1984. Elles y sont parvenues principalement en obtenant environ $1 million par l'émission d'actions ordinaires en 1983 et en stabilisant leur dette. Le taux de couverture des intérêts restait au troisième trimestre d'environ 20 pour cent inférieur au niveau moyen d'avant la récession (1977-1980), à cause de la persistance de prix peu élevés sur le marché mondial.

Dans les **autres mines**, le ratio d'endettement a affiché récemment une amélioration spectaculaire. Cela a cependant été dû à la conversion d'un prêt important en actions privilégiées par la société-mère de l'une des entreprises de ce secteur. La couverture des intérêts demeure faible par rapport aux chiffres passés.

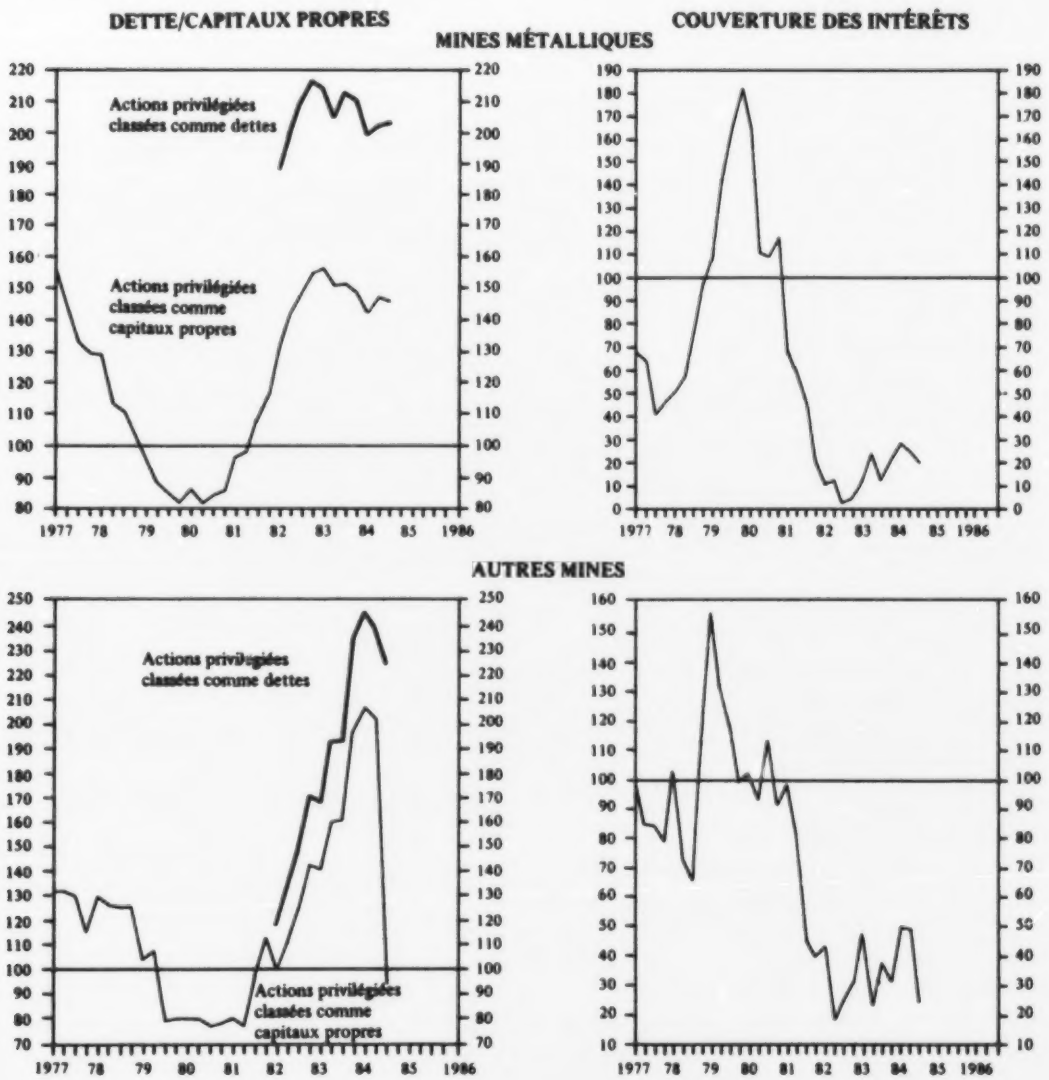
Pétrole et gaz naturel

La figure 3.8 présente l'évolution du coefficient d'endettement et du taux de couverture des intérêts dans le secteur du pétrole et du gaz depuis 1977.

L'industrie des **combustibles minéraux**, qui comprend le gros des sociétés canadiennes indépendantes de pétrole et de gaz, représente à peu près 13.6 pour cent de l'actif global des grandes sociétés non financières du secteur privé et environ la moitié de l'actif total des grandes entreprises du secteur des ressources. Le coefficient d'endettement des sociétés produisant des combustibles minéraux est en diminution régulière depuis 1982, après une forte hausse en 1981 due principalement à un volume record d'acquisitions. Au troisième trimestre de 1984, le ratio d'endettement de ce secteur se situait à 60 pour cent au-dessus de son niveau moyen avant la récession. L'amélioration obtenue jusque là est due au remboursement de dettes existantes et à l'émission d'environ $2 milliards d'actions ordinaires en 1983. Le taux de couverture des intérêts, pour sa part, ne s'est quasiment pas amélioré en 1983 et 1984 à cause de la faiblesse persistante des bénéfices.

Figure 3.7

STRUCTURE DU CAPITAL ET COUVERTURE DES INTÉRÊTS GRANDES SOCIÉTÉS DU SECTEUR MINIER(1)



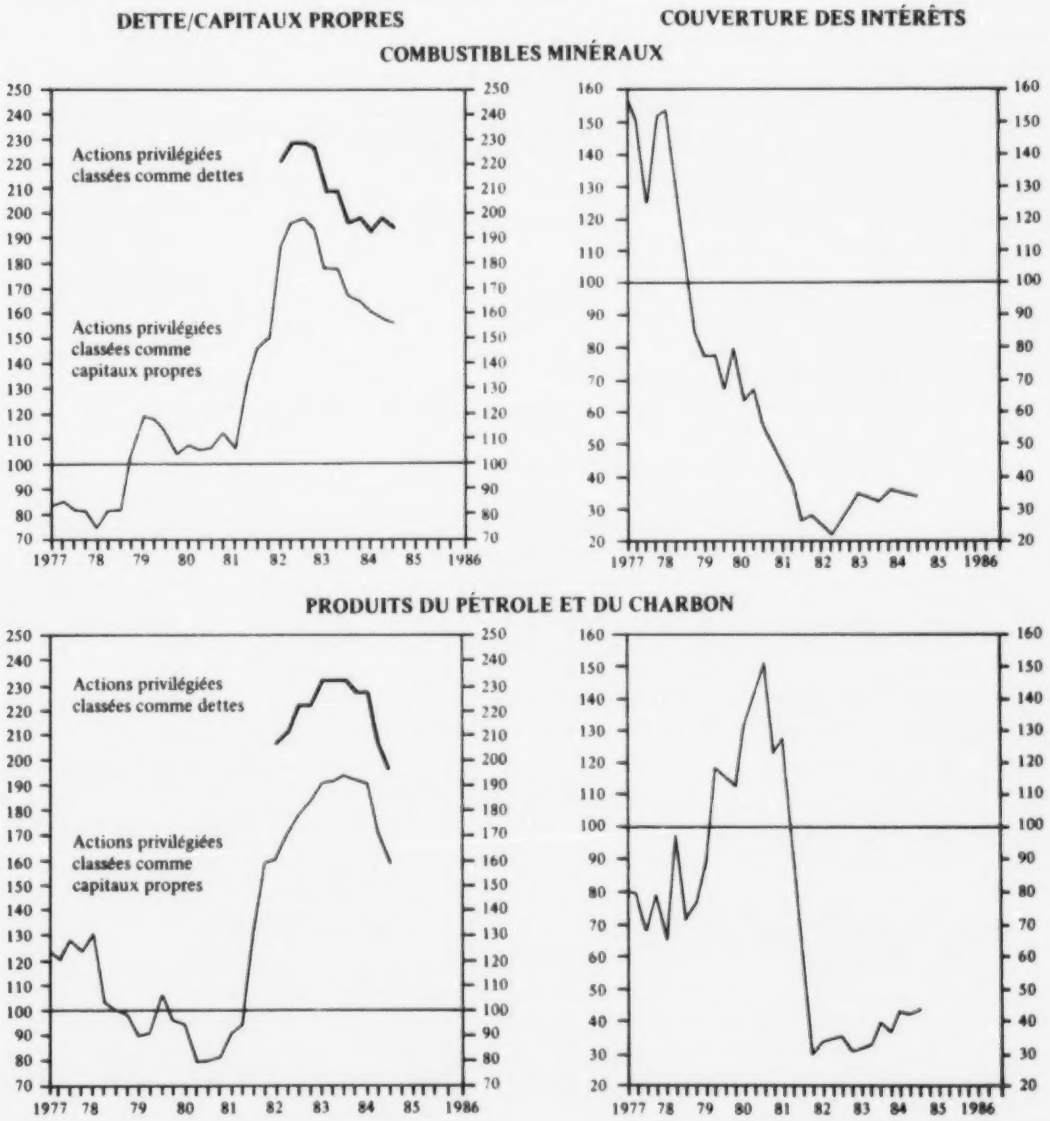
Indice: 1977-1980 = 100

(1)Sociétés ayant un actif de plus de $10 millions.

Source: Statistique Canada, *Sociétés industrielles,* nº de cat. 61-003.

Figure 3.8

STRUCTURE DU CAPITAL ET COUVERTURE DES INTÉRÊTS GRANDES SOCIÉTÉS PÉTROLIÈRES ET GAZIÈRES[1]



Indice: 1977-1980 = 100

[1]Sociétés ayant un actif de plus de $10 millions.

Source: Statistique Canada, *Sociétés industrielles*, nº de cat. 61-003.

La branche des **produits du pétrole et du charbon**, qui est dominée par les grandes sociétés pétrolières intégrées, représente environ 8 pour cent de l'actif des grandes sociétés non financières du secteur privé et approximativement 25 pour cent de l'actif des grandes sociétés du secteur des ressources. L'amélioration de son coefficient d'endettement a été très prononcée en 1984, sous l'effet principalement d'un redressement de la rentabilité. Si le ratio d'endettement de ce secteur demeurait au troisième trimestre supérieur d'environ 54 pour cent à son niveau moyen d'avant la récession, il importe de noter que, dans l'absolu, il n'était que le tiers de celui enregistré par l'industrie des combustibles minéraux. Le taux de couverture des intérêts a lui aussi marqué une amélioration graduelle dans la branche des produits du pétrole et du charbon, tout en demeurant à environ 43 pour cent de son niveau moyen d'avant la récession.

E. Comparaison des sociétés privées contrôlées par des Canadiens et par l'étranger au Canada

Un point important au sujet de la capitalisation des entreprises au Canada est la situation particulière des sociétés privées sous contrôle canadien. Prises dans leur ensemble, ces sociétés ont fait davantage appel aux capitaux d'emprunt que leurs homologues sous contrôle étranger qui font affaire au Canada, et cette situation se poursuit. En vue d'en déterminer les répercussions sur les investissements futurs des entreprises au Canada et leur capacité de résister aux fluctuations économiques, nous avons entrepris d'analyser les différences entre la structure du capital des sociétés privées sous contrôle canadien et celle des entreprises contrôlées par l'étranger au Canada.

Les données analysées proviennent de la publication de Statistique Canada qui reprend le rapport présenté sous l'empire de la Loi sur les déclarations des corporations et des syndicats ouvriers. Les données de cette publication sont tirées de la statistique fiscale et ne sont disponibles à l'heure actuelle que jusqu'en 1981. Même si, par conséquent, elles ne permettent pas d'étudier la récession de 1982 et la reprise ayant suivi, ces données donnent certaines indications sur les rapports existant à long terme entre la structure du capital et l'investissement.

Les sociétés contrôlées par l'étranger, c'est-à-dire où 50 pour cent des droits de vote sont détenus directement ou indirectement par des étrangers, ont représenté environ 38 pour cent de l'actif total des entreprises actives au Canada, en moyenne, de 1975 à 1981. Dans les secteurs minier (pétrole et gaz inclus) et manufacturier, la répartition entre les sociétés contrôlées par des Canadiens et par l'étranger est d'environ 50/50, tandis que dans les autres industries les sociétés sous contrôle canadien représentent la majeure partie de l'actif, de 90 pour cent pour les services d'utilité publique à 78 pour cent dans le secteur des services.

L'analyse comparative des sociétés privées sous contrôle canadien et étranger donne des aperçus assez intéressants et amène à se poser d'importantes questions.

La figure 3.9 présente le rapport avoir des actionnaires/actif de l'ensemble des sociétés non financières du secteur privé (grandes et petites) de même que des grandes sociétés[1].

Le classement des actions privilégiées joue un rôle important dans cette analyse du fait qu'une bonne partie des actions émises depuis 1981 par les sociétés canadiennes ont pris la forme d'actions privilégiées assorties d'une échéance fixe de moins de 10 ans et de dividendes à taux flottant. Cependant, comme il a déjà été mentionné, les limitations relatives aux données ne permettent pas de répartir parfaitement les actions privilégiées entre les dettes et les actions véritables.

Aussi avons-nous calculé le ratio de l'avoir des actionnaires à l'actif, à des fins d'illustration, en incluant d'abord toutes les actions privilégiées dans l'avoir des actionnaires, puis en les excluant des capitaux propres.

Les résultats semblent identiques dans les deux cas. D'abord, les sociétés privées contrôlées par l'étranger ont un rapport avoir des actionnaires/actif nettement plus élevé que les entreprises contrôlées par les Canadiens. Ensuite, la différence entre les deux catégories d'entreprises est restée à peu près la même qu'en 1981, date à laquelle les acquisitions par des entreprises sous contrôle canadien d'avoirs contrôlés par l'étranger – acquisitions financées par l'emprunt –, en particulier dans le secteur du pétrole et du gaz, ont contribué à élargir cet écart.

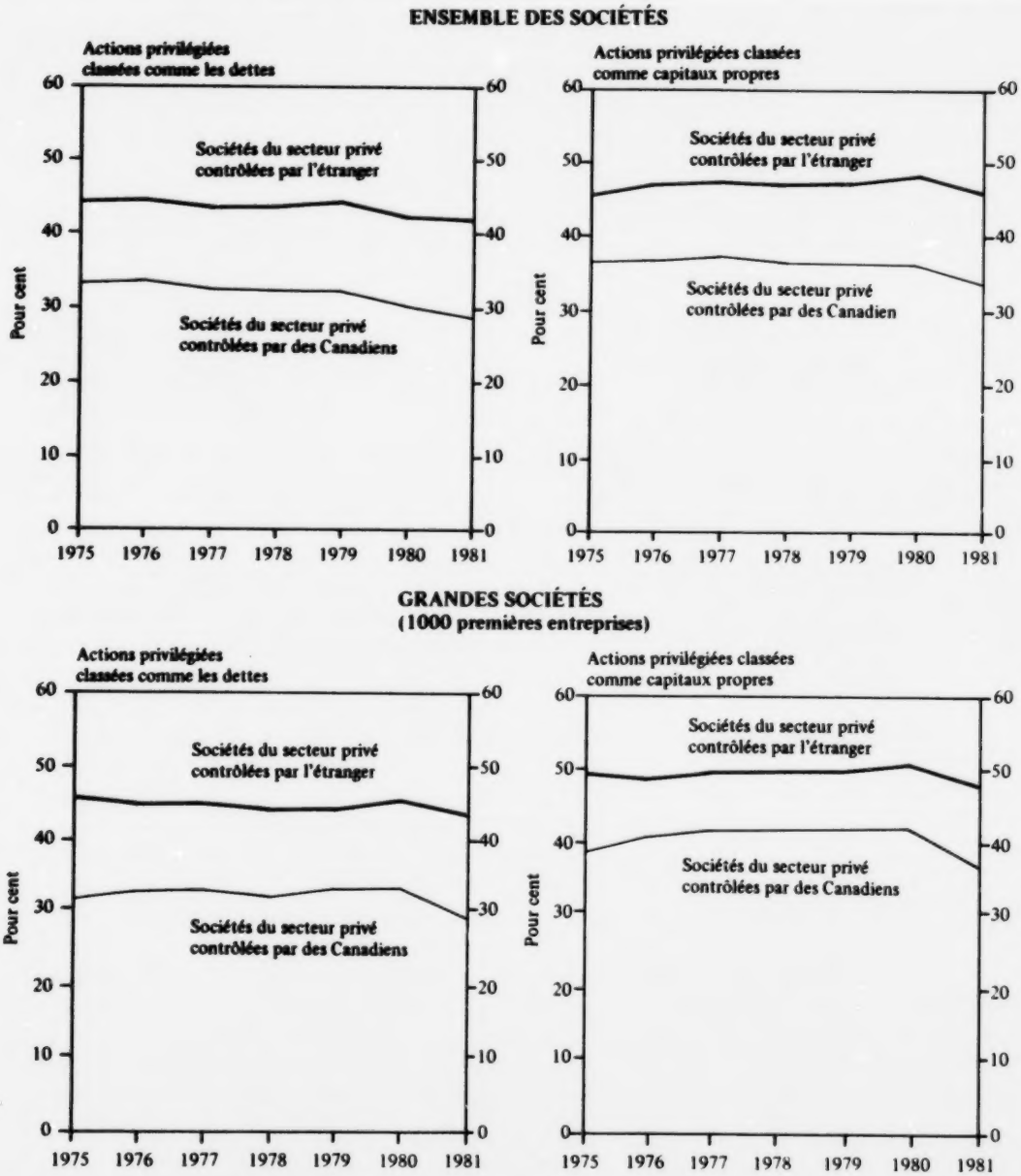
Pour compléter cette analyse, nous avons étudié la rentabilité des entreprises canadiennes et étrangères. Comme l'indique la figure 3.10, l'actif des sociétés privées contrôlées par des Canadiens n'a généralement pas engendré autant de bénéfices que dans les entreprises privées contrôlées par l'étranger. Le rapport bénéfices après impôts/actif a toujours été plus faible dans les entreprises sous contrôle canadien, au moins jusqu'au milieu des années 1970. Ce ratio peut se décomposer en deux éléments: le rapport bénéfices/chiffre d'affaire qui mesure la marge d'exploitation, et le rapport chiffre d'affaires/actif, ou taux de rotation du capital, qui mesure l'efficacité avec laquelle l'entreprise utilise son actif. Les sociétés sous contrôle canadien ont eu des taux de marge plus faibles pendant toute la période, tandis que leur rotation du capital n'est inférieure que depuis 1978. Les marges nettes plus faibles (bénéfices/chiffre d'affaires) résultent en partie de paiements d'intérêts plus élevés, dus à l'endettement relatif plus lourd des entreprises contrôlées par des Canadiens. D'après certains, cette rentabilité inférieure des entreprises contrôlées par les Canadiens pourrait s'expliquer par une composition différente des industries. Cependant, un examen plus approfondi révèle que les entreprises sous contrôle canadien montrent des bénéfices moins élevés dans tous les secteurs où les deux catégories d'entreprises sont en activité, comme le montre le tableau 3.3. Cela porte à croire que les entreprises contrôlées par l'étranger occupent le créneau le plus rentable dans chaque secteur. Il est évident que de plus amples recherches sont nécessaires si l'on veut expliquer complètement les écarts observés.

---

[1] Dans ce cas, les grandes sociétés sont les 1000 premières entreprises actives au Canada. Cet échantillon est analogue au groupe des sociétés non financières du secteur privé dont l'actif dépasse $25 millions.

Figure 3.9

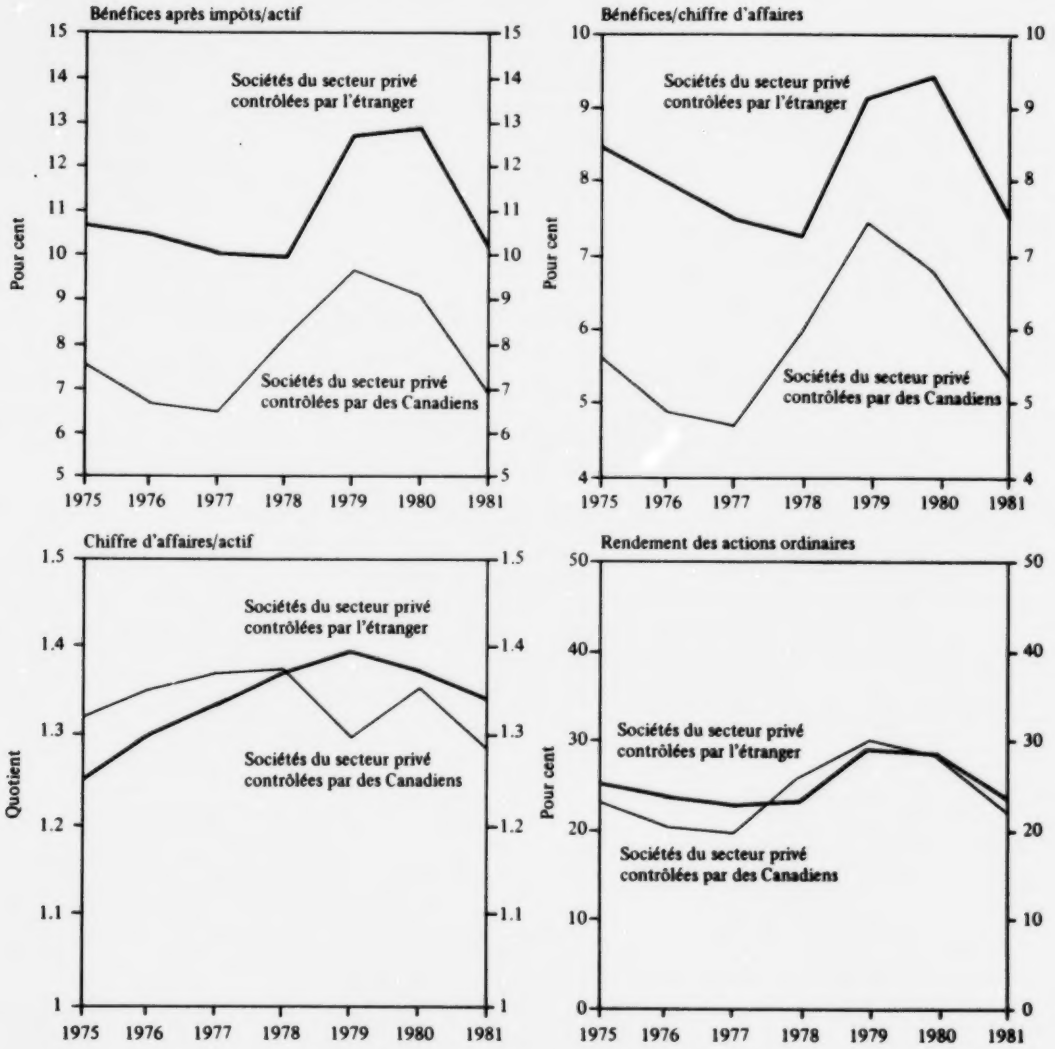
RAPPORT CAPITAUX PROPRES/ACTIF DES SOCIÉTÉS DU SECTEUR PRIVÉ CONTRÔLÉES PAR DES CANADIENS ET PAR L'ÉTRANGER AU CANADA



Source: Statistique Canada, *Rapport du ministre des Approvisionnements et Services présenté sous l'empire de la Loi sur les déclarations des corporations et des syndicats ouvriers*, nº de cat. 61-210.

Figure 3.10

RENTABILITÉ DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES DU SECTEUR PRIVÉ CONTRÔLÉES PAR DES CANADIENS ET PAR L'ÉTRANGER AU CANADA



Source: Statistique Canada, *Rapport du ministre des Approvisionnements et Services présenté sous l'empire de la Loi sur les déclarations des corporations et des syndicats ouvriers*, nº de cat. 61-210.

Tableau 3.3

Bénéfices après intérêts et avant impôts selon les secteurs (ensemble des sociétés non financières)

	1981			
	Sociétés contrôlées par des Canadiens		Sociétés contrôlées par l'étranger	
	Composition sectorielle	Bénéfices/ Actif	Composition sectorielle	Bénéfices/ Actif
	(% de l'actif)	(%)	(% de l'actif)	(%)
Pétrole et gaz	10.1	6.7	28.6	13.0
Reste du secteur des ressources	13.6	7.0	13.1	8.3
Ind. manufacturière	15.2	7.4	36.6	9.4
Services d'utilité publique	30.4	4.3	3.9	7.4
Autres	30.7	7.4	17.8	9.5
Total	100.0	6.4	100.0	10.2

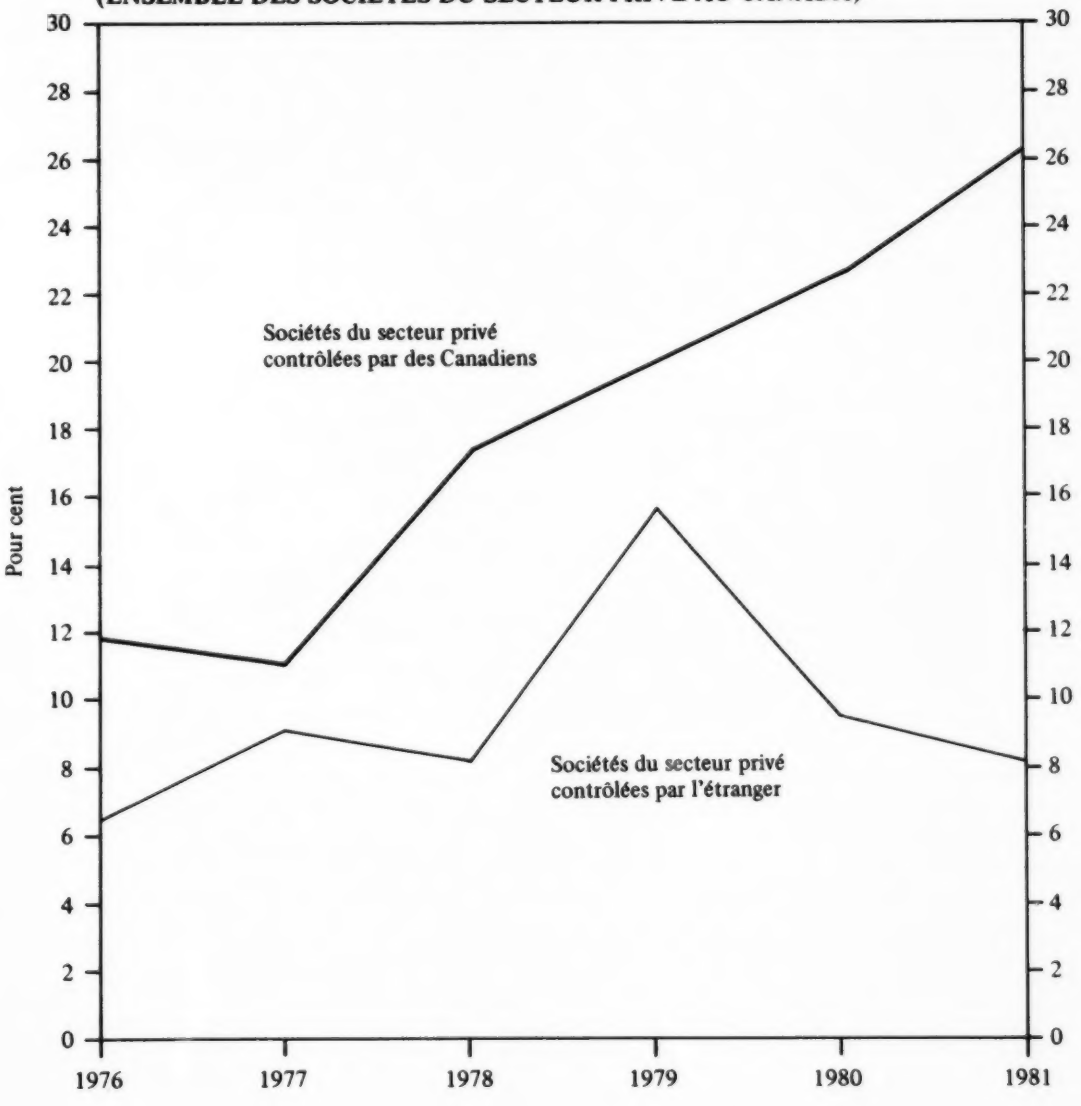
La dernière observation à noter, à cet égard, est que l'endettement relatif plus élevé des entreprises sous contrôle canadien a compensé dans une certaine mesure un taux plus faible de bénéfices après impôts par rapport à l'actif, leur permettant ainsi d'obtenir sur les actions ordinaires un rendement comparable à celui des entreprises contrôlées par l'étranger. Entre 1975 et 1981, le rendement des actions ordinaires des sociétés contrôlées par des Canadiens n'a été supérieur à celui des entreprises sous contrôle étranger que pendant deux années, en 1978 et 1979. Cependant, la différence n'est pas considérable, la moyenne étant de 24 pour cent pour les sociétés contrôlées par des Canadiens contre 25 pour cent pour les sociétés privées contrôlées par l'étranger. La mesure dans laquelle les résultats obtenus dans des secteurs particuliers ou les problèmes éprouvés par certaines grandes compagnies jouent un rôle dominant dans ces observations n'a pas encore été déterminée.

Comme l'indique la figure 3.11, la croissance de l'actif total[1] des sociétés sous contrôle canadien a été plus rapide que celle des entreprises sous contrôle étranger au cours de toutes les années sauf en 1979. Les données laissent donc à penser que le degré de capitalisation des sociétés contrôlées par des Canadiens ne semble pas

[1] L'actif total comprend tous les avoirs financiers de même que les immobilisations. Comme les données fournies d'après la Loi sur les déclarations des corporations et des syndicats ouvriers n'enregistrent pas explicitement les investissements fixes des entreprises, nous avons utilisé comme approximation la variation annuelle de l'actif total.

Figure 3.11

VARIATION DE L'ACTIF TOTAL
(ENSEMBLE DES SOCIÉTÉS DU SECTEUR PRIVÉ AU CANADA)



Source: Statistique Canada, *Rapport du ministre des Approvisionnements et Services présenté sous l'empire de la Loi sur les déclarations des corporations et des syndicats ouvriers*, nº de cat. 61-210.

avoir fait obstacle à leurs investissements. Il se peut en fait que l'endettement relatif plus élevé des sociétés sous contrôle canadien soit le résultat – et non la cause – d'un taux d'investissement supérieur. Le dynamisme des investissements financés par l'emprunt jusqu'à la fin des années 1970, alors que les taux d'intérêt réels étaient peu élevés, expliquerait l'endettement plus considérable observé aujourd'hui.

Enfin, à la lumière de l'analyse sectorielle effectuée au début du chapitre, il est intéressant d'examiner l'évolution de la structure du capital des sociétés sous contrôle canadien et celles contrôlées par l'étranger dans le secteur du pétrole et du gaz. Le tableau 3.4 présente les chiffres recueillis par l'Agence de surveillance du secteur pétrolier pour illustrer cette comparaison. Comme on aurait pu s'y attendre, les données confirment que les entreprises contrôlées par les Canadiens présentent un ratio avoir des actionnaires/actif nettement plus faible que les sociétés sous contrôle étranger du même secteur. Là encore, cependant, une analyse plus approfondie est nécessaire pour déterminer le rôle joué par des sociétés particulières dans ces résultats et pour comprendre leurs répercussions sur les résultats futurs des entreprises.

Tableau 3.4

Coefficient d'endettement
Secteur du pétrole et du gaz

	Sociétés sous contrôle canadien	Sociétés sous contrôle étranger
1980	0.54	0.21
1981	1.00	0.28
1982	1.19	0.31
1983	1.08	0.31

F. Résumé

1. **Entre 1962 et 1980**, l'endettement relatif des grandes sociétés non financières du secteur privé au Canada, mesuré par le rapport dette/avoir des actionnaires, a enregistré une hausse tendancielle d'environ 50 pour cent. Après avoir fortement augmenté en 1981 et 1982, les coefficients d'endettement reviennent actuellement à des niveaux égaux ou inférieurs à ceux de la fin des années 70.

2. La **composition du passif** des grandes sociétés non financières du secteur privé s'est sensiblement modifiée pendant les années 1970 et jusqu'en 1984. La détérioration de la structure du capital pendant la récession de 1982 a résulté en une augmentation des prêts bancaires qui, combinée à la faiblesse des bénéfices, a entraîné une dégradation des bénéfices non répartis. Depuis le début de la reprise, on a observé un volume record de financement par l'émission d'actions ordinaires et, dans une moindre mesure, d'actions privilégiées, ainsi qu'une forte diminution

des emprunts bancaires à court terme. Les prêts bancaires à long terme n'ont pas diminué de manière sensible en proportion du capital total par rapport au niveau élevé atteint pendant la récession.

3. Les **dettes à taux variable** des grandes sociétés non financières du secteur privé ont notablement augmenté depuis une dizaine d'années, de sorte que ces entreprises sont particulièrement vulnérables à une montée rapide des taux d'intérêt, étant donné la faiblesse de la couverture des intérêts actuellement.

4. La proportion des **actions privilégiées** qui présentent des caractéristiques les apparentant aux dettes, dans la structure du capital des entreprises non financières, peut se comparer actuellement aux chiffres passés, sauf dans l'industrie des combustibles minéraux.

5. Bien que des problèmes persistent dans certains **secteurs autres que celui des ressources** (et notamment dans certaines grandes entreprises des secteurs des grands magasins, du commerce de détail des aliments, des métaux de base et des produits métalliques), c'est dans le **secteur des ressources** que la structure du capital est la plus faible. L'industrie forestière, les mines et le secteur du pétrole et du gaz sont tous loin d'avoir rattrapé les niveaux d'avant la récession en ce qui concerne le ratio dette/avoir des actionnaires et la couverture des intérêts. Cependant, les progrès ont été appréciables et réguliers par rapport aux niveaux enregistrés en pleine récession en 1982. La volonté de restructurer ces entreprises et d'améliorer leur rentabilité en contrôlant les dépenses s'est manifestement fait sentir.

6. Les sociétés non financières privées **sous contrôle canadien** ont été moins rentables (pour ce qui est du rendement de l'actif total employé) par le passé que leurs homologues **sous contrôle étranger** qui font affaire au Canada, encore que l'écart ait été plus ou moins constant depuis le milieu des années 70. De même, le rapport avoir des actionnaires/actif des entreprises contrôlées par des Canadiens a régulièrement tourné autour de 75 pour cent de celui des sociétés contrôlées par l'étranger au Canada. La relation n'est toutefois pas aussi stable dans le **secteur du pétrole et du gaz**, où les entreprises contrôlées par des Canadiens ont doublé leur coefficient d'endettement entre 1980 et 1983, tandis qu'il augmentait de 50 pour cent dans les sociétés contrôlées par l'étranger.

IV. Conclusion

Le redressement inégal et incomplet des sociétés non financières au Canada demeure un sujet de préoccupation. L'intensité de la récession, jointe à la faiblesse persistante de la demande mondiale de produits de base, s'est traduite par une reprise lente dans certains de nos principaux secteurs d'activité et notamment dans les industries exploitant les ressources naturelles. Les entreprises de ces secteurs restent sous le poids d'une dette élevée par rapport aux années précédant la récession. De plus, comme les taux d'intérêt sont encore hauts, la couverture des intérêts reste très inférieure aux niveaux passés dans ces secteurs.

La récession n'a pas eu que des effets négatifs sur les entreprises. Grâce à elle, le secteur des sociétés considéré globalement est aujourd'hui plus efficace et plus productif. Dans tous les secteurs, les entreprises se sont efforcées de comprimer leurs coûts et d'améliorer leur productivité. Ces mesures devraient aider les entreprises canadiennes à maintenir leur compétitivité internationale.

Un autre résultat de cette récession a été l'attention accordée par les sociétés à une gestion prudente de leurs finances. La diminution de l'endettement et le renforcement des capitaux propres demeurent des priorités pour les entreprises qui n'ont pas encore obtenu la structure du capital qu'elles souhaitaient. Nombre de sociétés déclarent qu'elles se proposent désormais de fonctionner avec un endettement moins élevé que celui qu'elles jugeaient acceptable avant la récession.

Entre 1962 et 1980, l'endettement relatif des grandes sociétés non financières du secteur privé au Canada, mesuré par le rapport dette/avoir des actionnaires, a augmenté graduellement pour passer aux environs de 50 pour cent. Il a ensuite marqué une vive hausse en 1981 et 1982, mais il revient maintenant à des niveaux égaux ou inférieurs à ceux de la seconde moitié des années 70. Outre que leur endettement relatif a augmenté, les grandes sociétés non financières du secteur privé ont sensiblement modifié la composition de leur passif de 1970 à 1984. Alors que la détérioration du capital observée pendant la récession de 1982 résultait d'une augmentation des emprunts bancaires, jointe à la faiblesse des bénéfices qui conduisait à une détérioration des bénéfices non répartis, le redressement observé jusqu'ici à ce chapitre s'est caractérisé par l'obtention d'un volume record de fonds par l'émission d'actions ordinaires et, dans une moindre mesure, d'actions privilégiées, ainsi que par une réduction sensible des prêts bancaires à court terme. Les emprunts bancaires à long terme en proportion du capital total n'ont pas diminué beaucoup par rapport au niveau élevé qu'ils avaient atteint pendant la récession. Un autre fait à noter au cours de la dernière décennie a été l'augmentation des dettes à taux variable contractées par les grandes sociétés non financières du secteur privé par rapport aux emprunts totaux. Ce remplacement

du financement à taux fixe par des concours à taux variable a rendu ces entreprises particulièrement vulnérables à une hausse brutale des taux d'intérêt, étant donné la faiblesse actuelle de la couverture des intérêts.

En 1983 et 1984, les entreprises non financières du secteur privé ont réduit l'encours de leurs emprunts bancaires de près de $7 milliards, par rapport au sommet de $72.9 milliards enregistré à la fin de 1982. Cette tendance devrait se poursuivre dans les sociétés qui n'ont pas encore obtenu la structure du capital qu'elles souhaitaient. De plus, l'un des grands axes de la stratégie de financement des sociétés non financières consiste à convertir les dettes à taux flottant en emprunts à taux fixe, à mesure que les taux d'intérêt diminuent. La combinaison de ces facteurs, jointe au renforcement des capitaux propres grâce à l'amélioration de la rentabilité et aux augmentations de capital, devrait permettre aux sociétés non financières de stabiliser et d'assainir leur situation financière.